

LIBERA UNIVERSITÀ INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI – LUISS GUIDO CARLI

DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO DEGLI AFFARI - XXIV CICLO

**PROFILI DI CORPORATE GOVERNANCE E
REGOLAMENTAZIONE DEL MERCATO**

Relatore: Chiar.mo Prof. Francesco Capriglione

Coordinatore del dottorato: Chiar.mo Prof. Francesco Capriglione

Dottoranda: Eleonora Venturi

A.A. 2010-2011

Alla mia famiglia

ABSTRACT

Corporate governance represents one of the most important preconditions for a smooth-functioning economic and financial world-wide system. During the latest decades it has been more and more discussed among scholars, regulators and firms. Its growing importance is due to a number of factors, many of which require corporate governance to be seen under a brand new perspective. Within this work, we start by giving evidence of the more traditional theories on corporate organization, management and control, with special regard to the Italian (past and present) legislative framework. In particular, we try to consider whether globalization and the recent financial crisis have an impact on the deep-rooted corporate governance principles and rules. In this standpoint, the work aims at providing a personal interpretation of the law and economics literature, taking into consideration also the recent market practices. We try therefore to debate on the role that corporate governance regulation might play in the renewed order of the financial market, with specific attention to the banking system and its soundness.

INDICE

INTRODUZIONE

CAPITOLO I - LA CORPORATE GOVERNANCE: INQUADRAMENTO GENERALE

1. La disciplina della corporate governance e i primi studi sistematici sulla materia 17
2. L'organizzazione societaria quale strumento di gestione dei conflitti di interesse 22
3. I problemi di agenzia e i benefici privati del controllo: quali rimedi? 34
4. Il ruolo delle norme nella governance aziendale: una storia italiana 37

CAPITOLO II - LE VARIABILI DELLA CORPORATE GOVERNANCE

1. Le due variabili della corporate governance: l'apertura dei mercati nazionali e i più recenti eventi di crisi..... 49
2. La globalizzazione: innovazione e tecnologia..... 50
3. *Segue*: la crescente competitività 51
4. Il mutato contesto internazionale e la visione sistemica dell'economia 52
5. Le turbolenze finanziarie e la corporate governance (cenni) 59

CAPITOLO III - LA CORPORATE GOVERNANCE DEGLI ENTI CREDITIZI

1. Le specificità delle banche e dei modelli di governance bancaria 66
2. Il ruolo delle previsioni legislative e regolamentari nel sostegno ad una ottimale governance bancaria 69
3. Gli interventi legislativi in ambito nazionale..... 73
 - 3.1 Le previsioni normative in materia di corporate governance 77
 - 3.2 Le norme “indirette” di corporate governance: la disciplina sugli assetti proprietari..... 83
 - 3.3 *Segue*: ...e le operazioni con parti correlate (cenni) 88
 - 3.4 Le politiche di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi: i motivi di tanta attenzione..... 91
4. Gli interventi disciplinari di matrice internazionale 94

CAPITOLO IV - IL CAMMINO DELLE REGOLE: *PATH DEPENDENCE* O *GLOBAL CONVERGENCE*

1. Il contesto statunitense	100
2. La disciplina degli assetti organizzativi: la <i>corporate governance</i> delle imprese statunitensi	105
3. Le politiche di remunerazione nell'impianto disciplinare statunitense.....	108
4. Le nuove regole contenute nel <i>Dodd-Frank Act</i>	114
5. Il dibattito sull'efficacia delle nuove norme.....	122
6. Regole di mercato e prospettive future: verso una possibile convergenza?	127

BIBLIOGRAFIA

INTRODUZIONE

SOMMARIO: 1. Considerazioni introduttive – 2. Presentazione del lavoro
– 3. Obiettivi della ricerca

1. Considerazioni introduttive

Il tema della corporate governance rappresenta uno dei punti fondamentali su cui fa perno il buon funzionamento di un sistema economico e finanziario considerato nel suo complesso. Ottimali modelli di organizzazione, amministrazione e controllo, infatti, sono uno dei fattori imprescindibili per la riuscita delle interessenze economiche non solo fra le diverse tipologie di imprese, appartenenti o meno ad uno stesso settore merceologico, ma anche fra queste, i loro governi e la loro clientela. Analizzata sotto questo aspetto, una approfondita conoscenza dei meccanismi di organizzazione e governo societario è dunque il punto di partenza dell'attività di qualsivoglia società.

Da essa – riguardata sotto un profilo epistemologico che ne ricerca i fondamenti e i metodi d'azione – promana infatti l'ideazione di ottimali sistemi di corporate governance. *Su di essa*, poi, i sistemi così ideati fondano il proprio funzionamento, declinando il binomio cognizione-esecuzione nella quotidiana operatività aziendale.

Secondo la definizione contenuta nei principi dell'OCSE, il governo societario coinvolge «un insieme di relazioni fra i dirigenti di una società, il suo consiglio di amministrazione, i suoi azionisti e le altre parti interessate. Il governo societario definisce la struttura attraverso cui vengono fissati gli obiettivi della società, vengono determinati i mezzi per raggiungere tali obiettivi e vengono controllati i risultati. Un buon governo societario dovrebbe assicurare al consiglio di amministrazione e ai dirigenti incentivi adeguati alla realizzazione di obiettivi in linea con gli interessi della società e dei suoi azionisti e dovrebbe facilitare un efficace controllo. La presenza di un efficace sistema di governo societario, per la singola impresa e per l'economia nel suo complesso, contribuisce ad assicurare un adeguato livello di fiducia, necessario al buon funzionamento dell'economia di mercato» ⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Cfr. *Principi di Governo Societario dell'OCSE*, 2004, p. 10. I principi dell'OCSE, approvati nel 1999 e in seguito rivisti (da ultimo nel 2004 per tenere conto dei recenti sviluppi e delle esperienze nei Paesi dell'OCSE e nei Paesi non membri), rappresentano

In questa logica, lo studio della disciplina degli assetti organizzativi – poiché di vera e propria disciplina può parlarsi – diviene strumento d’ausilio nella ricerca di un *optimum* interpretativo, che possa guidare l’azione non soltanto delle imprese, ma anche – ancor prima – dei regolatori; questi ultimi sono chiamati a solcare l’alveo della conoscenza nel quale deve innestarsi l’operato dei soggetti regolati, cui deve tuttavia essere sempre garantita la necessaria autonomia d’azione.

Ed invero, in questo ambito di ricerca più che in molti altri, l’autodeterminazione delle imprese assurge a prerequisite fondamentale per il perseguimento degli obiettivi funzionali della disciplina della corporate governance: l’indipendenza d’azione delle società ne rimarca l’essenza e consente di pervenire al miglior risultato possibile, in termini di integrazione tra le regole che disciplinano il tutto e le esigenze che muovono l’attività del singolo. Le prime devono essere ricondotte ai principi di proporzionalità ed autonomia imprenditoriale, che – soprattutto nel riferimento alla normativa speciale delineata per gli intermediari – devono guidare la valutazione degli assetti organizzativi verso scelte quanto più aderenti alle seconde; le esigenze della singola impresa, dal canto loro, devono adeguarsi all’andamento delle scelte di consumo della propria clientela (sia attuale che potenziale), nonché circoscrivere la propria portata nei confini delineati dalla convivenza con le altre imprese e dalle regole imposte dal regolatore.

Consegue che, in questo panorama, forme ottimali di organizzazione e governo societario divengono di primario rilievo, nell’ottica di assecondare la sempre crescente competitività e necessità di trasparenza e correttezza dei comportamenti aziendali. Come altri prima di noi hanno prontamente avuto modo di osservare, sebbene il termine

uno strumento di «analisi comparativa internazionale per i responsabili dell’elaborazione delle politiche economiche, per gli investitori, per le società stesse e per le altre parti interessate a livello mondiale», oltre che «una base di riferimento per un ampio programma di cooperazione tra i Paesi dell’OCSE e i Paesi non membri» e una delle modalità per il rafforzamento del «ruolo del governo societario nei Rapporti della Banca Mondiale e del Fondo Monetario Internazionale sull’Osservanza dei Standard e dei Codici (ROSC)».

“corporate governance” si sia affermato sono nei tempi recenti, la parola “governance” sembra invece avere una lunga storia. «Essa deriva dalla radice latina “gubernare”, che significa “guidare” o “governare”, e viene utilizzata in Gran Bretagna sin dal XIV secolo per indicare saggezza e senso di responsabilità», ovvero l’azione e il metodo di governo ⁽²⁾; la parola, usata proprio in questa accezione, viene riferita in particolar modo alle imprese.

A questa riflessione, se ne vuole aggiungere un’altra che ha riguardo alla traduzione italiana del termine “governance” (e conseguentemente di “corporate governance”). Sebbene al momento non vi siano alternative possibili, si ritiene che tradurre la parola con il termine “governo” possa condurre in errore; “governo” (letteralmente in inglese “*government*”) è il potere di compiere e attuare determinate scelte in vista di un fine: se il fine è autodeterminato si parla di “governo” propriamente detto, se il fine è eterodeterminato si parla di “amministrazione”. Così la “governance” non è il potere, né il suo esercizio; essa è l’assetto che determina le modalità di esercizio del potere. E’ un sistema di garanzie che serve a far sì che l’esercizio del potere sia ben realizzato (oltre che coerente e compatibile con i suoi fini).

Ed invero, in assenza di una definizione univoca di corporate governance – che sia in grado di conservare tutti i possibili abiti di cui essa si veste in ragione del luogo, del tempo e dello spazio nei quali si manifesta – è dunque necessario focalizzare l’attenzione sui differenziati elementi che la compongono e sui fini che essi, ricondotti ad un sistema unitario, perseguono nel continuo secondo un’unica realtà fattuale (valida per la generalità delle imprese).

Oggi vi è un accresciuto riconoscimento dell’importanza dei principi sulla corporate governance, anche in ragione del lungo dibattito che ha interessato la materia negli ultimi decenni; tale dibattito si è fatto tanto più intenso quanto più grandi sono stati i cambiamenti che hanno riguardato le imprese e il modo in cui esse operano sul proprio mercato di

(2) Così ZATTONI, *Assetti proprietari e corporate governance*, Milano, 2007, p. 34.

riferimento. In particolare, il governo societario – quale materia di riflessione, ricerca, studio – ha trovato sempre maggiore spazio e riconoscimento allorquando l'entità societaria ha perso le proprie caratteristiche originarie e ha mutato la propria struttura interna.

Per esattezza, il momento storico in cui la corporate governance assurge nel panorama disciplinare internazionale coincide con quello in cui, all'interno dell'impresa, il triplice ruolo di fondatore-finanziatore-gestore non è più riconducibile ad un unico soggetto, ma si incardina in persone diverse e molteplici, che richiedono nuove modalità di gestione delle interazioni e temperamento degli interessi. In quest'ambito, si avrà modo di analizzare, nel prosieguo di questa trattazione, la declinazione pratica di quanto appena affermato, vale a dire – prima su tutte – l'annoso e avvincente binomio fra proprietà e controllo.

Ciò posto, dando contenuto al titolo del presente lavoro e seguito a quanto detto nelle righe che precedono, i responsabili dell'elaborazione delle regole e dei principi appaiono ora più consapevoli del contributo di un buon governo societario alla stabilità del mercato finanziario, agli investimenti e alla crescita economica; motivo per cui, in questo contesto diviene importante provare a sintetizzare quelli che possono essere considerati i principali obiettivi della corporate governance ⁽³⁾, vale a dire:

- 1) la ricerca di principi, regole, procedure e *good practices* (tali da consentire all'impresa di iniziare ad operare, sopravvivere nel mercato di riferimento e adeguarsi prontamente agli eventuali cambiamenti che da esso le verranno imposti);
- 2) la definizione, l'implementazione e il controllo, nel continuo, dei meccanismi di rappresentanza, voto, *accountability*, incentivi e standard di performance;

⁽³⁾ Per una ricostruzione sistematica degli obiettivi in parola, si veda APREDA, *The semantics of corporate governance (the common thread running through corporate and public governance)*, scaricabile dal sito SSRN, <http://ssrn.com/abstract=665703>, *passim*.

3) la gestione di modelli di esercizio del potere, così come di un'adeguata autorità ed autorevolezza per l'*enforcement* di tale potere (o meglio delle decisioni che da esso discendono).

Di ciascuno di questi aspetti si avrà modo di parlare (non necessariamente secondo questo ordine logico) nel presente lavoro, cercando di dare evidenza – ove possibile – delle modifiche intervenute nei tempi più recenti. Di seguito se ne riportano, in linea generale, i contenuti suddivisi per capitoli; si darà particolare evidenza all'ultimo dei citati aspetti nel par. 3 della introduzione, dedicato agli obiettivi della ricerca.

2. Presentazione del lavoro

In ragione delle considerazioni che precedono, nel corso della trattazione si è posata l'attenzione su una serie di differenti fattori, a partire dai primi studi in materia di corporate governance sino alle più recenti tendenze dottrinali, legislative, e pratiche (passando per la valutazione dei modelli attualmente osservabili).

Più in particolare, nel primo capitolo si cerca di ricostruire in modo sistematico gli studi sul governo societario che abbracciano la generalità delle imprese e che – come abbiamo poc'anzi avuto modo di osservare – negli ultimi anni hanno assunto un sempre maggiore rilievo; riprendendo per un momento il discorso con il quale abbiamo concluso il paragrafo precedente, la disciplina della corporate governance ha visto crescere la propria importanza contestualmente all'evoluzione dei mercati nazionali ed internazionali, nonché delle diverse modalità di reperimento delle risorse finanziarie, necessarie per l'inizio e lo sviluppo dell'attività imprenditoriale (da cui prende rilievo la dicotomia proprietà-controllo).

Nel corso del tempo la prospettiva di analisi è mutata in ragione dei mutamenti che i mercati finanziari hanno subito e del diverso contesto economico in cui essa stessa è stata condotta; in generale, è possibile riconoscere univocamente il fatto che gran parte dell'attenzione della dottrina è stata focalizzata sul processo di integrazione fra legislazioni e

prassi in materia di corporate governance. Questo medesimo interesse ha mosso l'azione dei regolatori che, in questo rinnovato contesto, sono chiamati ad affrontare la sfida di coniugare, in forme ottimali di governo societario, le nuove opportunità di crescita e di sviluppo (internazionale) offerti dal mercato con le minacce e i fenomeni di trasferimento delle crisi che, per il tramite degli stessi, possono colpire intermediari localizzati in paesi molto lontani fra loro.

Nella presente trattazione si ha modo di ripercorrere le linee evolutive del pensiero letterario di *law and economics*, per individuare le radici su cui si fondano le differenze osservabili fra i paesi di *civil* e *common law*; questa impostazione metodologica sembra utile per definire un pensiero (quanto più possibile compiuto) circa la strada percorsa oggi, da entrambi, e per valutare – con spirito critico e secondo una personale visione del tutto – la direzione in cui si pensa che ci si muoverà nell'immediato futuro.

Con questa volontà, si guarda poi ai summenzionati paradigmi giuridici di *civil* e *common law* sotto una medesima prospettiva, che li pone in una posizione di eguale trattazione, indipendente dalle specificità contingenti del mercato in cui essi si affermano. Si fa riferimento, in particolare, ai profili di corporate governance connessi con la gestione dei conflitti di interesse all'interno dell'organizzazione societaria, attraverso i quali è possibile guardare agli attuali modelli sotto un profilo che ne indaghi i presidi, consenta di individuare le problematiche ancora irrisolte e favorisca l'identificazione delle possibili soluzioni. Dalla capacità dei meccanismi di governo societario e delle strutture organizzative di identificare prontamente le potenziali fonti di conflitto (sia in una fase *ex ante* che *ex post*) e di impedire che essi inficino la normale operatività aziendale deriva, infatti, una efficace gestione degli stessi.

Quanto detto, è ancor più vero per le banche, in cui – data la natura degli interessi in gioco – è molto alto il pericolo che indesiderate commistioni distorcano il processo di allocazione delle risorse, l'esposizione della banca a rischi non adeguatamente misurati o presidiati

e comportino potenziali danni per depositanti e azionisti, data la particolare natura degli interessi in gioco. E', dunque, necessario che i sistemi di organizzazione e controllo societario delle imprese bancarie si proteggano efficacemente dal rischio che si ingenerino situazioni tali da compromettere «l'oggettività e l'imparzialità delle decisioni» strategico-operative assunte dalla banca stessa (e.g. compimento di determinate transazioni, allocazione delle risorse finanziarie, concessione dei finanziamenti, etc.) (4).

Muovendo da queste premesse (e dopo aver valutato con attenzione i modelli di amministrazione e controllo che in Italia sono al momento vigenti), nel capitolo secondo si cerca di ricondurre il tema della corporate governance a due grandi aree tematiche afferenti fra loro; si ritiene che queste impattino infatti – secondo un diverso grado – sui modelli e sulle regole di corporate governance. Sicché, da un lato, si avrà modo di riflettere sul sempre più intenso processo di globalizzazione che ha interessato il mondo e che impone di superare i confini nazionali, anche con riferimento alle valutazioni circa il ruolo del diritto e delle regole; dall'altro, si poserà uno sguardo sulle note turbolenze finanziarie dei tempi più recenti, che hanno segnato in modo rilevante l'andamento della finanza mondiale e catturato l'attenzione delle autorità e dell'opinione pubblica. L'apertura delle maggiori economie mondiali ha imposto di guardare con maggiore attenzione all'interconnessione fra le variegate e numerose realtà aziendali: la visione circoscritta del contesto operativo di un soggetto – limitato al suo nascere, maturare, cambiare e, in *extrema ratio*, fallire nel solo mercato di riferimento nazionale – è stata superata dal crescente processo di integrazione, che ha portato con sé un profondo mutamento di prospettiva. Quello della globalizzazione è un fenomeno estremamente complesso, che non va riguardato esclusivamente sotto una prospettiva economico-finanziaria: al suo interno, le relazioni d'affari non sono che una minima parte di tutto l'insieme di relazioni osservabili, che

⁴ Cfr. Banca d'Italia, documento di seconda consultazione in materia di “Attività di rischio e conflitti di interesse delle banche e dei gruppi bancari nei confronti di soggetti collegati”, maggio 2010, p. 6 e ss.

nascono dallo scambio e l'interazione fra popoli e solo successivamente si tramutano in una *commistione* di mercati, economie, interconnessioni e interdipendenze imprenditoriali.

In questo senso, la globalizzazione produce i propri effetti sulla corporate governance delle imprese (in special modo bancarie) in modalità che travalicano i confini temporali del *contingente*, sino a delineare trasformazioni dell'organizzazione e del governo societario che in linea teorica dovrebbero non essere disconosciute nel continuo, assumendo carattere *strutturale*. Si intende dire che i moderni meccanismi di corporate governance presentano caratteristiche che difficilmente potranno venire meno in futuro, essendo il fenomeno della globalizzazione incontrovertibile e non potendosi immaginare, oggi, un ritorno alle origini caratterizzate da un localismo istituzionale di sistemi economici "chiusi" (vale a dire non protesi verso un'omogeneizzazione delle regole e delle prassi). Ed invero, l'interesse per la corporate governance si muove parallelamente al venire meno delle separazioni spazio-temporali tra mercati, alla rimozione degli ostacoli alla circolazione dei capitali e delle informazioni, all'omogeneizzazione dei prodotti e delle modalità di offerta. Tale evoluzione ha ovviamente riguardato non solo l'interesse posto dalle imprese (e dai regolatori) nei confronti della materia in esame, ma ha anche impattato in maniera rilevante – come già detto – sulle strutture *fisiche* delle imprese stesse (oltre che sulle modalità di supervisione).

In aggiunta a quanto precede, si aggiungono le considerazioni circa la recente crisi finanziaria, che impongono di ricalibrare ulteriormente il punto di osservazione sugli assetti organizzativi e di governo societario delle imprese e ci portano a riflettere sul "grado di resistenza" dei modelli teorici e dei sistemi pratici di corporate governance di fronte ad eventi traumatici, che potrebbero minare la solidità di entrambi. In generale, si ritiene che un tema complesso (quale quello della crisi) debba metodologicamente fondarsi sui raffronti con il passato: a questo scopo, l'unico grande vero avvenimento sistemico paragonabile a quello degli anni più recenti è rappresentato dalla crisi del 1929. In dottrina il confronto fra le due è stato ampiamente dibattuto e ha avuto modo di

mettere in evidenza le differenze che hanno impedito alla “crisi contemporanea” di trasformare la grande recessione in grande depressione. Il confronto rivela la diversità di approccio delle autorità internazionali in risposta alle difficoltà, grazie anche alla capacità di comprendere immediatamente – a differenza del passato – le cause della crisi e tutti i possibili rimedi; la cooperazione internazionale è da molte parti riconosciuta come uno dei fattori che hanno aiutato ad intervenire con prontezza, evitando conseguenze ben peggiori di quelle che oggi stiamo vivendo appieno.

Nel capitolo terzo, si cerca di ripercorrere quanto detto in quelli precedenti, avendo però specifico riguardo ai soli operatori bancari. A bene vedere, il loro ruolo assume una duplice valenza e impone di guardarvi con particolare impegno: se da un lato essi si pongono quali attori economici al pari delle altre tipologie di imprese, dall’altro essi rappresentano un necessario complemento di queste ultime (giocando un ruolo di primo rilievo per la loro sopravvivenza). Questa considerazione circa la centralità delle banche e degli intermediari nel più generale sistema di imprese e norme dà la stura ad un’altra interessante riflessione. Da un lato, le regole applicabili agli enti creditizi non sono altro che la specificazione (necessaria) di quelle disegnate per la generalità delle imprese; circostanza, questa, dalla quale discende una inevitabile sovrapposizione di ambiti e un complesso impianto di rinvii. Dall’altra, si sta consolidando un processo inverso, grazie al quale il settore bancario si afferma come laboratorio di regole strutturali, destinate in prospettiva ad applicarsi alla generalità delle imprese. Avendo a mente questa considerazione, nel corso della trattazione si avrà modo di ripercorrere la storia del diritto societario e bancario, cercando di trovarvi un comune punto di incontro; a tale scopo l’analisi prenderà le mosse dalla riforma del diritto societario (vista nel capitolo secondo) e arriverà a valutarne la portata con riferimento alle banche. Come ovvio, per queste ultime dovranno essere condotte le dovute specificazioni.

La tematica della corporate governance nel riferimento agli enti creditizi, dipendendo fortemente dalla tipologia soggettiva degli

intermediari interessati e incidendo direttamente sulle modalità operative degli stessi, assurge a strumento indispensabile per lo sviluppo aziendale e del sistema bancario. In qualunque sistema evoluto, le banche sono un «indicatore fondamentale dello stato di salute» dello stesso, e ciò è vero ancor più in Italia, caratterizzata da sempre da un sistema fortemente banco-centrico ⁽⁵⁾, sicché queste rappresentano una delle principali fonti di sviluppo dell'economia: il canale di allocazione del capitale e delle risorse finanziarie necessarie per il corretto funzionamento dei mercati e delle imprese. La crisi insegna come l'ostruzione di tale canale (con la conseguente perdita di fiducia nel sistema finanziario, nella solidità delle banche, dei mercati) sia il più grave ostacolo ad una ripresa economica pronta ed efficace ⁽⁶⁾.

Come già detto nelle considerazioni preliminari alla presentazione di questo lavoro, nel procedere su questo campo di analisi si è cercato di attribuire particolare spazio ad un elemento su tutti: il rafforzamento dell'autonomia imprenditoriale che la riforma societaria stessa attribuisce (ossia, a seconda del punto di vista, garantisce o concede) ai singoli imprenditori/intermediari. Questa *indipendenza di azione*, nel solco delineato dalle norme, è riconosciuta quale preconditione per il successo dell'impresa e la sua piena integrazione nel mercato di riferimento; successo che, inevitabilmente, coincide con quello dell'intero sistema economico nel quale fioriscono un insieme di aziende affermate, coerentemente con l'idea che qualsivoglia settore del mercato (in particolare quello finanziario) non sia auto-referenziale, ma debba integrarsi pienamente con gli altri al fine di perseguire un interesse comune, preordinato al benessere sociale delle popolazioni. In questa

⁽⁵⁾ RIVA, *Una cupola in banca*, editoriale de *L'Espresso*, 17 giugno 2011.

⁽⁶⁾ Si veda DRAGHI, Intervento a margine del 15° Convegno AIAF - ASSIOM - ATIC FOREX, Milano, 21 febbraio 2009, p. 17. L'allora Governatore della Banca d'Italia aveva modo di osservare come dovessero porsi fra le priorità dei governi, delle autorità monetarie e di vigilanza, delle banche e degli operatori finanziari tutti, il ritrovamento della fiducia ormai persa e un sostegno decisivo «per uscire dal gorgo della crisi senza perdere di vista la sponda da raggiungere».

logica, l'autonomia rappresenta un prerequisito fondamentale per il perseguimento degli obiettivi funzionali alla disciplina della corporate governance.

Nella sostanza, si ritiene che l'*indipendenza di scelta* delle società consenta di realizzare il fondamentale equilibrio fra qualità delle norme ed efficienza del mercato; ed invero, riprendendo il binomio fra regole che disciplinano il tutto ed esigenze che muovono l'attività del singolo, già colto in precedenza, si ritiene che la completa compenetrazione fra questi due elementi sia il vero motore di questo equilibrio (costante, ma variabile). Si ha qui modo di rilevare, tuttavia, come quanto appena affermato non debba essere un'espressione meramente formale di volontà, ma debba tradursi nel concreto in regole che definiscono, in maniera precisa, lo spazio entro il quale gli attori economici sono chiamati a muoversi, così da facilitare il rispetto delle stesse senza tuttavia che le norme siano tanto prescrittive da limitare la libertà dinamica degli stessi.

In questo panorama, consegue che la disciplina normativa indirizzata alla ricerca di forme ottimali di organizzazione e governo societario deve tendere alla salvaguardia della sempre crescente competitività e necessità di trasparenza e correttezza dei comportamenti aziendali. La riforma del diritto societario – sebbene con i suoi limiti intrinseci – si pone quale utile strumento per l'affermazione dei principi di *autonomia organizzativa*, che devono essere garantiti alle imprese: se con l'intero processo di privatizzazione e il testo unico della finanza si è data certezza agli obiettivi ultimi dei regolatori, del mercato e delle società, con gli interventi riformatori dei primi anni del secolo in corso si è data certezza alla possibilità per le imprese di perseguire i predetti obiettivi secondo le forme ritenute più adatte alle proprie specificità. Per tal via si addivene ad un cambiamento che difficilmente potrà arrestarsi in futuro e che assume fondamentale rilievo con riferimento alle banche.

3. Obiettivi della ricerca

Alla luce delle considerazioni che precedono, nel quarto capitolo trovano spazio le riflessioni conseguenti ad un ovvio punto di analisi, dal quale si guarda alle strutture di vertice delle imprese bancarie nel loro relazionarsi con l'ambiente di riferimento. Da tale relazione, se ne deduce che dette strutture debbano essere coadiuvate da un sostrato giuridico e regolamentare sufficientemente solido, che contempra l'esistenza di un adeguato apparato istituzionale di vigilanza bancaria, chiamato a eliminare qualsiasi impedimento all'efficiente funzionamento dei sistemi di governance bancaria e alla parità di trattamento (e competitiva) fra tutti gli attori di un medesimo mercato. Questo deve consentire alle banche di operare secondo i canoni della sana e prudente gestione e governare adeguatamente ogni possibile fonte di conflitto di interesse. Nondimeno la legislazione deve perseguire l'obiettivo ultimo della coerenza delle norme, vale a dire del raccordo delle diverse previsioni in materia di corporate governance afferenti l'un campo del diritto piuttosto che l'altro, anche in ragione di quanto già detto in merito alla complementarità che in alcune circostanze esiste fra le regole pensate per la generalità delle imprese e quelle pensate per le banche.

Si vuole fare quindi espresso riferimento alla convergenza della regolazione speciale disegnata per le banche con quella generale del diritto commerciale (cui poi si aggiungono quello contabile, della concorrenza, e tutte le altre sfere legislative che impattano sui sistemi di organizzazione e governo societario di un'impresa-banca). Ciò è valido non soltanto con riferimento alla legislazione esistente in un singolo paese (ovvero a livello europeo, dove in molti campi è possibile identificare una normativa comune di massima armonizzazione), ma anche avendo riguardo ad un sistema economico-finanziario globale.

A questo proposito, nella parte finale del lavoro, si guarda al ruolo degli organismi internazionali nella ricerca di soluzioni regolamentari comuni, tali da consentire il superamento dei limiti emergenti dalla comparazione fra i diversi ordinamenti. In questo esercizio, si fa primario riferimento al contesto bancario, poiché centro di interesse della presente analisi, nonché variabile determinante del sistema economico-finanziario

considerato nel suo complesso. E' da queste premesse, nonché dalle valutazioni condotte nei primi capitoli con riferimento ai paesi di *civil* e *common law*, che nel quarto capitolo si analizza l'attività dei legislatori e degli *standard-setter* mondiali, per cogliere segnali di tendenza del processo regolamentare verso forme di *path dependence* o *global convergence*. A tal fine si utilizza lo strumento dell'analisi comparata per valutare al meglio i punti di incontro e di divergenza tra i paesi caratterizzati da un approccio alla regolamentazione *principle-* o *rule-based*.

CAPITOLO I

LA CORPORATE GOVERNANCE: INQUADRAMENTO GENERALE

SOMMARIO: 1. La disciplina della corporate governance e i primi studi sistematici sulla materia – 2. L'organizzazione societaria quale strumento di gestione dei conflitti di interesse – 3. I problemi di agenzia e i benefici privati del controllo: quali rimedi? – 4. Il ruolo delle norme nella governance aziendale: una storia italiana

1. La disciplina della corporate governance e i primi studi sistematici sulla materia

Lo studio della corporate governance ha cominciato ad assumere particolare rilievo negli ultimi ottant'anni, allorquando una serie di fattori hanno iniziato a segnare l'evoluzione dei mercati nazionali e delle modalità operative delle imprese, in special modo finanziarie. Nel corso del tempo la prospettiva di analisi è mutata in ragione dei mutamenti che le strutture imprenditoriali e i mercati stessi hanno subito e del diverso contesto economico in cui essa stessa è stata condotta; in generale, è possibile riconoscere univocamente il fatto che gran parte dell'attenzione della dottrina è stata focalizzata sul processo di integrazione fra legislazioni e prassi. Questo medesimo interesse ha mosso l'azione dei regolatori che, in tale rinnovato contesto, sono da sempre chiamati ad affrontare la sfida di coniugare, in forme ottimali di governo societario, le nuove opportunità di crescita e di sviluppo (internazionale) offerte dal mercato con i rischi connessi ad una sempre crescente interconnessione fra imprese (si pensi alla possibile trasmissione di fenomeni di crisi che possono interessare intermediari localizzati in paesi molto lontani fra loro).

Consapevoli della necessità di interfacciarsi, in maniera costante, con la accresciuta complessità del mondo di riferimento, in questa sede si cercherà di ricondurre il tema della corporate governance a due grandi aree tematiche afferenti fra loro: da un lato, si avrà modo di riflettere sul sempre più intenso *processo di globalizzazione* che ha interessato il mondo e che impone di superare i confini nazionali, anche con riferimento alle valutazioni circa il ruolo del diritto e delle regole; dall'altro, si poserà uno sguardo sulle note *turbolenze finanziarie* dei tempi più recenti, che hanno segnato in modo rilevante l'andamento della finanza mondiale e rinnovato l'attenzione delle autorità e dell'opinione pubblica sui pericoli da essa rivenienti. Si ritiene, infatti, che lo studio dei modelli di organizzazione e governo societario non possa prescindere dall'analisi dell'impatto che su di essi – secondo le diverse modalità che vedremo nel prosieguo della trattazione – possono avere le predette variabili.

Prendendo spunto dall'esaustiva ricognizione condotta da una illustre dottrina circa i principali studi internazionali in materia di corporate governance (che hanno vissuto il loro più fertile momento di riflessione sul finire del secolo scorso) ⁽⁷⁾, è possibile capire come la ricerca fosse inizialmente protesa all'identificazione dell'«insieme ideale di norme giuridiche», tali da configurare modelli di organizzazione e governo societario di «alta qualità» accompagnati, a loro volta, da meccanismi istituzionali in grado di garantire nel continuo il perseguimento del benessere degli azionisti da parte di coloro chiamati a gestire l'impresa. A questi scopi, la ricerca si è concentrata sull'attività del consiglio di amministrazione e sulla presenza, all'interno dell'organo deputato a definire le linee gestionali dell'impresa, di adeguati elementi di bilanciamento (quali gli amministratori non esecutivi e indipendenti), così come sul funzionamento efficiente delle regole e dei controlli volti a minimizzare i cd. benefici privati del controllo di cui possono godere i manager ovvero gli azionisti di maggioranza (a discapito, rispettivamente, degli azionisti tutti ovvero di quelli di minoranza). Gli aspetti che precedono, seppur con le dovute differenziazioni disegnate al cambiamento dei tempi e del contesto di riferimento, hanno da sempre contribuito all'indagine dottrinale sulla governance delle imprese e si sono arricchiti – nel corso degli anni – di numerosi altri elementi, che in parte si avrà modo di vedere più avanti.

I primi a trattare in modo sistematico il tema della corporate governance sono stati Berle e Means, il cui lavoro è stato definito da alcuni come «*the most important study ever written about the ownership and governance of the American business corporation*» ⁽⁸⁾. La «Berle-Means

⁽⁷⁾ Per tutti si veda AA.VV., *Corporate governance regimes. Convergence and diversity*, a cura di MCCAHERY, MOERLAND, RAALJMAKERS, RENNEBOOG, Oxford, 2002, e in particolare l'introduzione al volume di MCCAHERY e RENNEBOOG, p. 1; nonché MACEY, *Corporate governance. Promises kept, promises broken*, Princeton, 2008, *passim*, e CHEFFINS, *The history of corporate governance*, University of Cambridge, Working paper no. 54, dicembre 2011, *passim*.

⁽⁸⁾ MARK, *Realms of choice: finance capitalism and corporate governance*, in *Columbia Law Review*, n. 4, maggio 1995, p. 973; così richiamato anche da CHEFFINS, *Does Law Matter?: The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*, ERSC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 172, 2000.

corporation» diviene infatti uno dei modelli esemplari per la comparazione, che nel tempo si è succeduta, fra i meccanismi di corporate governance osservabili nei diversi paesi del mondo. La letteratura che, da allora in avanti, si è occupata di questa tematica ha mantenuto saldo il punto di riferimento rappresentato dal lavoro dei succitati autori, evolvendosi lungo le direttrici segnate dalla struttura del cd. “mercato per il controllo societario” (proprietà diffusa vs. proprietà concentrata) e, conseguentemente, dal contesto socio-politico nel quale quest’ultimo si innesta e cresce. In questo contesto teorico, è infatti possibile individuare un tratto comune, ai giorni nostri ormai consolidato nel pensiero della comunità scientifica internazionale, che risiede nella dipendenza causale fra le caratteristiche di un determinato modello di corporate governance e il sostrato politico-normativo contingente; sicché, storicamente, è dato di osservare una netta distinzione fra i paesi di *common law* e quelli di *civil law*, tale da spiegare in parte le diversità esistenti fra i modelli di governo societario adottati nelle diverse zone del mondo, in parte le aree di difformità che tuttora permangono pur in presenza di forze che spingono i medesimi verso una sempre maggiore omogeneità ⁽⁹⁾.

Da tali sintetiche premesse, è chiaro come lo studio della corporate governance non possa considerare esaurito senza guardare anche alle cause che, secondo le diverse scuole di pensiero, si celano dietro la formazione dei citati ordinamenti di *common* ovvero di *civil law*; queste, infatti, sono in

⁽⁹⁾ In generale, appare a tutti evidente il ruolo giocato dagli organismi di autoregolamentazione (nei paesi di *common law*) e dallo Stato (in quelli di *civil law*) nella definizione e nello sviluppo di un mercato di capitali efficiente. Questi due paradigmi giuridici sono stati analizzati in tutte le loro sfaccettature: ne sono state evidenziate le principali caratteristiche, sì da definire insieme compiuti cui poter ricondurre un paese del mondo piuttosto che un altro. La letteratura di *law and economics* ha avuto dunque modo di dibattere circa le specificità che – da un punto di vista economico-finanziario – contraddistinguono i paesi di *civil* e *common law*. In particolare, i confini dell’indagine sono stati segnati da tre variabili fondamentali per lo studio del cd. *market for corporate control*, che si avrà modo di approfondire a breve. Sono queste: (i) il grado di liquidità dei mercati di capitali, (ii) la dispersione del possesso azionario delle imprese che in esso reperiscono le proprie fonti di finanziamento e (iii) la protezione legale offerta agli investitori (in particolare di minoranza); le loro modalità di interdipendenza sembrano essere in grado di spiegare l’esistenza di differenti modelli di corporate governance, riguardati soprattutto sotto il profilo binomiale della proprietà e del controllo.

grado di spiegare indirettamente anche le relazioni che intercorrono fra gli attori economici di ciascuno, nonché le principali caratteristiche degli attuali sistemi di governo e organizzazione societaria. Tuttavia, non potendosi approfondire il discorso sulle origini (sia perché ciò richiederebbe molto più spazio e conoscenze, sia perché il focus della presente trattazione è altro), appare comunque valido richiamare brevemente i capisaldi teorici che nel tempo hanno contribuito in maniera significativa agli studi sulla corporate governance. In quest'ottica, oltre al già menzionato lavoro di Berle e Means ⁽¹⁰⁾, in tempi più recenti appare particolarmente importante il pensiero di Mark Roe, il quale ha ritenuto che le differenze attualmente osservabili fra i paesi di *common* e *civil law* non sono attribuibili, in via diretta, alla diversa base regolamentare che disciplina il mercato dei capitali in ciascuno di essi, quanto piuttosto al contesto socio-politico in cui gli stessi si sono sviluppati (e da cui il primo viene fatto dipendere); a tal fine egli afferma che «*although stockholder protection, property rights, and their supporting legal institutions are quite important, legal origin is not their foundation. Modern politics is an alternative explanation for divergent ownership structures and the differing depths of securities markets in the world's richer nations (...)*». Roe cerca di analizzare le caratteristiche osservabili nei modelli di corporate governance statunitensi, ponendo sotto la lente d'ingrandimento gli accadimenti storici che hanno contraddistinto il paese e hanno visto l'affermarsi della cd. *Berle-Means corporation*.

La robustezza delle sue teorie – che vengono comunque considerate un incontrovertibile pilastro dei moderni studi sul governo societario delle imprese nel mondo – è in parte messa in discussione da alcuni studiosi; si richiamano, fra tutti, Cheffins e Coffee i quali – in separati lavori – cercano di ritrovare altrove la spiegazione alle diversità osservabili fra i paesi di *civil* e *common law*. Essi ritengono, infatti, che la storia inglese dimostri come i mercati dei capitali della Gran Bretagna e degli Stati Uniti, pur essendo accomunati dall'appartenenza al medesimo sistema di *common law*, siano caratterizzati da vicende socio-politiche molto differenti fra loro. In particolare, Cheffins ha modo di osservare che «*if Mark Roe is correct and*

⁽¹⁰⁾ BERLE, MEANS, *The modern corporation and private property*, New York, 1932.

the dominance of the Berle-Means corporation in the United States was a politically and historically contingent outcome, one would expect to find that the social, economic and ideological context was so much the same in Britain as it was in America» ⁽¹¹⁾; l'autore prosegue notando come in realtà, a differenza delle aspettative teoriche, i sistemi britannici di corporate governance abbiano attecchito e si siano evoluti in un contesto istituzionale ben differente, pur pervenendo – aggiungiamo noi – ad una medesima configurazione e presentando le medesime caratteristiche strutturali di quelli statunitensi.

Ad oggi, il dibattito non sembra ancora essersi concluso e, anzi, ha preso nuovo vigore a seguito dei più recenti eventi di crisi: le lacune riscontrate nei sistemi di corporate governance sono annoverate fra le cause delle turbolenze finanziarie degli ultimi anni, così come gli impianti regolamentari e di supervisione, incapaci di prevenire e prevedere quanto stava accadendo. In generale, permane la validità di analisi sul cd. mercato per il controllo societario. Come comunemente è dato di osservare, nei paesi di *civil law* il mercato dei capitali è caratterizzato da una proprietà concentrata (cd. *concentrated ownership*), mentre negli altri la stessa è preponderatamente diffusa (cd. *dispersed ownership*). Per questi motivi i paesi di *civil law* sono generalmente indicati come «*insider/control systems of ownership and control*»: perché i loro mercati di capitali sono caratterizzati dalla presenza di azionisti (i.e. proprietari dell'impresa) dominanti, che tendono a mantenere salda la propria posizione di controllo (e gestione) dell'organizzazione cui apportano il proprio capitale, ossia il pacchetto di maggioranza cui è associato un elevato “premio per il controllo”. Di contro, i paesi di *common law* si definiscono «*outsider/arm's lenght systems of ownership and control*»: perché in essi vi è un'ampia divaricazione fra proprietà e controllo, sicché non è possibile individuare azionisti di maggioranza coinvolti in maniera determinante nell'attività imprenditoriale portata avanti dai manager, sulla base delle indicazioni

⁽¹¹⁾ CHEFFINS, *Putting Britain on the Roe Map: The Emergence of the Berle-Means Corporation in the United Kingdom*, ERSC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 172, 2000, p. 12.

rivenienti dall'organo di amministrazione. Indipendentemente dalle caratteristiche proprie del contesto di riferimento, il mercato per il controllo societario ha una valenza strategica nella definizione di modelli di corporate governance, essendo uno dei principali strumenti di valutazione delle imprese e delle loro capacità di incontrare le aspettative di tutti i principali *stakeholders* ⁽¹²⁾.

2. L'organizzazione societaria quale strumento di gestione dei conflitti di interesse

Nel quadro disegnato da quanto precede si deve guardare ai paesi di *civil* e *common law* sotto un medesimo profilo, che li ponga in una posizione di eguale trattazione (slegata cioè, come si è detto poc'anzi, dalle specificità contingenti della tipologia di mercato in cui essi si affermano). Ciò si rende necessario per consentire di entrare nel merito delle tematiche che più interessano il presente lavoro e di guardare con un occhio critico e costruttivo alla materia della corporate governance, riguardata sotto il profilo della gestione dei conflitti di interesse all'interno dell'organizzazione societaria; gestione che – anche attraverso le variabili esterne all'impresa stessa (si rimanda appunto alle leve che agiscono per il tramite del mercato per il controllo) – presuppone l'esistenza di meccanismi capaci di riconoscere (sia in una fase *ex ante* che *ex post*) le potenziali fonti di criticità, di identificare adeguati presidi e favorire la pronta individuazione delle possibili soluzioni volte ad impedire che i conflitti inficino la normale operatività aziendale.

Va da sé che non ci si sta qui riferendo alla gestione dei conflitti di interesse sotto un profilo del rapporto fra impresa e clientela (o, più in generale, mercato di riferimento), che pure assumono una primaria

⁽¹²⁾ Secondo un'espressione molto efficace, perché in grado di sintetizzare al meglio gli effetti connaturati al mercato per il controllo societario, è possibile dire che «*the market for corporate control is simply risk arbitrage on a large scale. Risk arbitrage involves the time-honored process of "buying low and selling high". Unfortunately, the response by corporate managers to efforts by entrepreneurs to enter this market has been to "buy law" to prevent takeover professionals from buying low*». Si veda MACEY, *Corporate governance...*, op. cit., p. 119.

rilevanza; né a quelli interni all'organizzazione, ad esempio fra organi di amministrazione e controllo, fra aree di business, e così via. Come già anticipato, si sta valutando in questa sede la gestione dei conflitti che possono insorgere fra chi detiene la proprietà dell'impresa e chi effettivamente la gestisce. Ed invero, proprio questo aspetto, ancor prima degli altri, può rivelare l'esistenza di un sistema di corporate governance ottimale o meno; potremmo dire, infatti, che il rapporto fra proprietà e controllo è forse la prima fonte di conflitto, anche se non la più importante ⁽¹³⁾, che una realtà aziendale si trova a dover affrontare all'inizio della propria attività e durante tutto il suo corso; quella che, fra le altre, la pone sotto il giudizio del mercato in cui l'impresa opera, che ne valuta la bontà organizzativa sotto l'ottica del benessere degli azionisti e di tutti gli investitori. In altre parole, si ritiene che la tematica dei cd. problemi di agenzia rappresenti il primo impulso che "dà il via" al dibattito sulle problematiche di corporate governance, intendendo la stessa come l'insieme dei meccanismi di controllo grazie ai quali allineare i divergenti interessi presenti al suo interno.

L'importanza delle tematiche appena citate appare evidente in ragione delle trasformazioni vissute nei modelli di business di qualsivoglia sistema societario: nel corso del tempo, il modo di "fare impresa" si è evoluto notevolmente; sicché oggi l'«impresa moderna è anzitutto una *società di capitali*, un'entità a sé stante, con vita giuridica ed economica propria, ben distinta dalla figura del fondatore» ⁽¹⁴⁾. Essa si distingue dal concetto tradizionale di società e si compone di una moltitudine di soci-proprietari, dal momento che al fondatore dell'impresa (ossia al portatore dell'idea imprenditoriale dalla quale la sua attività promana) non è più necessariamente richiesto – come invece nel passato – di apportare «direttamente e completamente il capitale finanziario» né di sostenere da

⁽¹³⁾ Si sta qui ragionando secondo una prospettiva meramente "temporale" e non anche di importanza sostanziale, che invece varia soggettivamente da impresa a impresa.

⁽¹⁴⁾ Così GOGLIO, GOLDSTEIN, *Corporate governance. Un cardine della crescita moderna*, Bologna, 2010, p. 15.

solo «le alee inerenti all'attività» stessa ⁽¹⁵⁾. Il ruolo del proprietario (il *principal*) è dunque da considerarsi sempre più distante da quello del soggetto che detiene il controllo (l'*agent*). Essi si trovano – sia in un'ottica di breve che di lungo periodo – a perseguire obiettivi potenzialmente divergenti tra loro: agli interessi dei proprietari, volti a realizzare un adeguato ritorno del loro investimento, si contrappongono quelli dei controllori, indirizzati all'ottenimento di posizioni di potere e prestigio o, in linea generale, alla soddisfazione della propria utilità personale ⁽¹⁶⁾. Di fronte a tali cambiamenti e all'istanza imprenditoriale di riferirsi all'esterno per disporre di capitali da investire nella crescita, i finanziatori (fra cui primariamente i soci) «sono disposti a sostenere l'impresa solo in presenza di dovute garanzie, in particolare riguardo al comportamento di chi, azionisti di maggioranza e manager, esercita il controllo senza (...) detenere (...) l'impresa» ⁽¹⁷⁾. Del resto, come osservato in letteratura, la «tensione verso la continua crescita dimensionale (...) rappresenta il contesto ambientale più favorevole perché il management possa soddisfare le proprie aspettative e trarre il massimo giovamento “personale”» ⁽¹⁸⁾; aspettative che devono coniugarsi al meglio con quelle proprie dell'impresa e dei portatori di capitali di rischio ⁽¹⁹⁾. Ecco dunque spiegato, seppur in modo molto semplice, perché il discorso sui conflitti di interesse e sui costi da essi discendenti assuma così grande rilevanza. Questo ha carattere trasversale e prescinde dalle variabili esogene che impattano sulle caratteristiche dei modelli di corporate governance dei paesi di *common* e *civil law*, la cui unica vera differenza soggiace nel contenuto ascrivibile alle categorie dei *proprietari*, da un lato, e dei *controllanti*, dall'altro. Ed invero, in un modello

⁽¹⁵⁾ *Ibidem*.

⁽¹⁶⁾ Cfr. *infra*, p. 37 e ss.

⁽¹⁷⁾ *Ivi*, p. 7.

⁽¹⁸⁾ Così REBOA, *Proprietà e controllo di impresa*, Milano, 2002, p. 22.

⁽¹⁹⁾ In questo senso è fondamentale che la crescita aziendale non divenga secondaria rispetto alla crescita personale ricercata dal management. La seconda (comunque condivisibile e, anzi, in un certo senso necessaria allo sviluppo dell'impresa stessa) deve essere servente alla prima, e non deve dare luogo ad inefficienze nella gestione o perdita di valore complessivo in favore di un beneficio individuale.

caratterizzato da una forte concentrazione della proprietà in poche, pochissime mani il problema dei conflitti di interesse prende forma attraverso la dicotomia “azionisti di maggioranza-azionisti di minoranza”; diversamente, nei sistemi ad azionariato estremamente diffuso, tale dualità riguarderà l'interazione fra “manager-azionisti (tutti)” ⁽²⁰⁾. Il tratto comune, come si diceva, risiede proprio nella necessità di minimizzare i cosiddetti *agency costs*, sicché la nota teoria del *principal-agent* assume rilievo, questa volta non più in termini relativi (ossia specifici per l'uno piuttosto che per l'altro paradigma giuridico-istituzionale).

In questa ottica, l'ampiezza della separazione tra *principal* e *agent* è quindi in grado di spiegare in maniera significativa la maggior parte dei meccanismi organizzativi di cui l'impresa si dota nel momento della sua costituzione e che, nel continuo, presumibilmente si consolideranno e perpetueranno.

E' di conseguenza utile affacciare lo sguardo su questa tematica, dal cui studio si comprendono ben presto le variabili fondamentali del successo aziendale. L'interazione fra *principal* e *agent* ritrova la sua ragion d'essere nel rapporto contrattuale con cui il primo delega specifici poteri al secondo. Come noto, l'impresa – pur se autonomo soggetto di diritto, dotato di propria personalità giuridica – opera per il tramite di una moltitudine di individui, i quali (in funzione del diverso ruolo svolto all'interno dell'impresa stessa) non necessariamente sono mossi da interessi coincidenti ⁽²¹⁾. Il successo

⁽²⁰⁾ Anche in tale campo di analisi, Bearle e Means sono riusciti a dare forma – prima degli altri – alle riflessioni sugli effetti della frammentazione del capitale delle imprese e a guardare alle relazioni interne alle stesse secondo una nuova prospettiva. In questo ambito, si riporta la definizione che del problema hanno dato alcuni autori secondo cui: «*an agency problem (...) arises whenever the welfare of one party, termed the 'principal', depends upon actions taken by another party, termed the 'agent'*» (ARMOUR, HANSMANN e KRAAKMAN, *Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement*, 2009, p.3, Oxford Legal Studies Research Paper No. 21/2009; Yale Law, Economics & Public Policy Research Paper No. 388; Harvard Law and Economics Research Paper Series No. 644 ; ECGI - Law Working Paper No. 135/2009. Scaricabile dal sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1436555>).

⁽²¹⁾ PETTET, *Company Law*, Seconda edizione, Harlow, 2005, p. 142 («*corporate governance is about alignment*»).

imprenditoriale può così essere raggiunto e conservato nel tempo solo se la società si dota e mantiene attivi meccanismi di corporate governance in grado di: *i)* motivare gli amministratori al perseguimento di obiettivi compatibili con quelli più generali degli *shareholders*, degli *stakeholders* e dell'impresa stessa, considerata nel suo complesso ⁽²²⁾; *ii)* attivare adeguati meccanismi di controllo, volti ad allineare le motivazioni del *management* a quelle degli azionisti, al fine di limitare i comportamenti opportunistici dei primi, a tal fine rilevando, gestendo e risolvendo gli eventuali conflitti che deviano gli interessi personali di coloro che gestiscono la società da quelli della proprietà della stessa ⁽²³⁾.

In generale, è possibile osservare che maggiori sono le fonti di potenziale conflitto di interesse fra *principal* e *agent*, più elevati sono i cd. costi di agenzia, poiché più numerose sono le leve che l'organizzazione dovrà attivare per gestirli efficacemente. Un conflitto di interesse è infatti un costo per l'impresa non soltanto nel momento in cui trova concretezza, ma anche in tutte le fasi antecedenti alla sua effettiva manifestazione: in questa ultima ipotesi, il costo non assume forma meramente reputazionale (oltre che – solo successivamente – economica), ma diviene un costo di altra natura (spesso anch'esso intangibile), tanto minore quanto più forte è la capacità dei proprietari di influenzare il comportamento dei manager senza che ciò si tramuti in una forzatura del legame che intercorre fra le due parti

⁽²²⁾ Cfr. ARMOUR, HANSMANN e KRAAKMAN, *Agency Problems...*, cit., p. 3, i quali riconoscono che «*the problem lies in motivating the agent to act in the principal's interest rather than simply in the agent's own interest*» e che, vista sotto questo aspetto generale, la questione dei problemi di agenzia può sorgere in una indefinita casistica di situazioni «*that go well beyond those that would formally classified as agency relationships by lawyers. (...) almost any contractual relationship, in which one party (the 'agent') promises performance to another (the 'principal'), is potentially subject to an agency problem*».

⁽²³⁾ In questo senso, si può dire che «*the purpose of corporate governance is to persuade, induce, compel and otherwise motivate corporate managers to keep the promises they make to investors (...) reducing deviance by corporations where deviance is defined as any actions by management or directors that are at odds with the legitimate, investment-backed expectations of investors*». Così MACEY, *Corporate governance. Promises kept, promises broken*, Princeton, 2008, p. 1.

(²⁴). In altre parole, vi è un costo per ogni presidio di cui la proprietà dell'impresa si dota per fare in modo che tale legame non venga mai disattivato e funzioni in maniera fluida e costante.

In questo senso, fra le molteplici facce dei costi connessi con la gestione dei problemi di agenzia vi è senza dubbio l'*informazione*; ed invero, si ritiene che la maggior parte delle problematiche rivenienti dal rapporto fra il proprietario e il gestore dell'impresa derivi proprio dal fatto che quest'ultimo abbia una migliore cognizione di come è amministrata l'impresa stessa (vale a dire, in altri termini, come sono amministrati i soldi della proprietà). Sicché le informazioni hanno un valore, per il quale gli investitori sono pronti a pagare solo se le stesse sono, da un lato, disponibili e, dall'altro, percepite come vere; se l'organizzazione aziendale offre le garanzie delle quali parzialmente si è detto. In tale logica, il mercato dei capitali – vale a dire degli investitori – funziona da deterrente ai comportamenti opportunistici dei amministratori dell'impresa, poiché in grado di minimizzare le asimmetrie informative. Quanto maggiore sarà la percezione che i “controllori” dell'impresa, sotto il profilo della gestione, detengono il controllo dell'azienda stiano nascondendo informazioni rilevanti al mercato (i.e. agli investitori), tanto minore sarà il prezzo che il mercato stesso attribuirà alle azioni dell'impresa amministrata da quei soggetti. Il discorso sulle informazioni è ovviamente solo una parte del problema, più complesso: al mercato dei capitali (che, se efficiente, è in grado di perseguire l'obiettivo poc'anzi rappresentato), si aggiunge – ad esempio – il mercato del lavoro. Questo dovrebbe essere in grado di convogliare nella remunerazione che un'impresa decide di accordare ai manager tutte le variabili relative alle loro caratteristiche di integrità, lealtà, e così via. Proprio sotto tale prospettiva, anche il tema dei compensi assume quindi primario rilievo per assicurare un adeguato raccordo fra le necessità e gli obiettivi dei differenti *stakeholders* coinvolti dalla gestione aziendale. Ciò è tanto più vero quanto più vero è l'assunto secondo cui le politiche di remunerazione rappresentano, anche sotto un profilo puramente

(²⁴) Cfr. nota che precede. Si veda inoltre REBOA, *Proprietà...*, op. cit., *passim*, ma in particolare Cap. II, pp. 27 ss.

strategico-operativo, un fattore competitivo di grande importanza per attrarre e trattenere all'interno dell'impresa bancaria risorse qualificate. Per questo motivo, oltre agli altri, già prima della crisi il tema dei compensi era comunque noto e, sebbene secondo un'ottica non ancora compiuta, disciplinato dai diversi organismi internazionali ed europei ⁽²⁵⁾. Gli amministratori vengono *prezzati* in base alla profondità del rapporto fiduciario che si pensa possano instaurare con l'impresa in cui potrebbero essere chiamati ad operare; essi verranno valutati e *apprezzati* in ragione della loro credibilità, del convincimento del mercato circa il fatto che essi non intraprenderanno comportamenti opportunistici o che potrebbero danneggiare gli investitori e l'impresa tutta. La *lealtà* degli amministratori è dunque una condizione imprescindibile per «assicurare un successo

(²⁵) Alcune delle regole erano pensate per la totalità delle imprese, finanziarie e non; queste dunque si applicavano (e tutt'oggi si applicano) alle imprese bancarie per induzione rispetto alla disciplina generale delineata per tutte. Altre, invece, sono state espressamente disegnate avendo riguardo alle caratteristiche proprie delle imprese finanziarie e, in particolare, per le banche e i gruppi bancari di maggiori dimensioni. In seguito alla crisi, tali norme – riviste ed ampliate – sono state estese all'intero mondo bancario e alle imprese di investimento. Si pensi, ad esempio, alla Raccomandazione CE del 14 dicembre 2004, n. 913, la quale – riconoscendo l'importanza di garantire adeguata autonomia a ciascuno Stato membro nella definizione di regole che fossero in grado di riflettere le diversità nei sistemi di governo societario propri di ciascuno –, individuava nelle politiche remunerative una delle aree operative dell'impresa all'interno della quale potessero insorgere situazioni di conflitto di interesse (in particolare degli amministratori con incarichi esecutivi); conflitti di interesse che andavano dunque gestiti per tenere “in debito conto gli interessi degli azionisti”. In queste premesse, la raccomandazione in parola individuava le informazioni “esatte e tempestive” che gli emittenti operanti nel territorio europeo dovevano fornire, sia all'assemblea dei soci che al mercato, al fine di promuovere la fiducia degli investitori e sostenere un sano governo societario delle imprese in tutta la Comunità. Rimandando al testo della raccomandazione per l'analisi più dettagliata delle disposizioni in essa contenute ²⁵, è importante notare come le indicazioni della Commissione europea si focalizzassero, all'epoca, sulla sola *trasparenza* delle politiche di remunerazione delle società quotate, cui veniva dunque riconosciuto il ruolo da protagonista nel garantirne la bontà e la corretta applicazione. Ad essa si aggiunge la Raccomandazione del 15 novembre 2005, n. 215 che – nel definire ruoli e competenze degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate, nonché sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza – sollecita l'istituzione di un comitato per le remunerazioni, composto possibilmente da soli da amministratori non esecutivi o da membri del consiglio di sorveglianza (in maggioranza indipendenti).

aziendale sostenibile nel tempo» ⁽²⁶⁾, poiché l'«equilibrio durevole tra le varie e mutevoli aspettative dei diversi *stakeholder* non può raggiungersi se la gestione dell'impresa (...) è svolta nel preminente vantaggio di una specifica classe di interessi»; essa, l'impresa, è infatti un «istituto fatto per durare» che deve prescindere dalle esigenze di «coloro che pro tempore ne detengono il controllo» e contemperare tutti i diversi interessi che, nel continuo, convergono in essa ⁽²⁷⁾. Per questo ultimo motivo, in particolare, fra le strategie di corporate governance che consentono di mitigare i costi di agenzia vi è il potere/dovere dei proprietari di designare le persone preposte alla gestione dell'impresa, assicurandone il ricambio ove necessario ²⁸. Ciò tuttavia non fa venire meno il problema, né risolve il pericolo di compressione degli interessi della proprietà aziendale che potrebbe derivare dalle asimmetrie informative poc'anzi delineate e dai comportamenti opportunistici dei manager.

A quanto precede si aggiunge un ulteriore e non meno importante elemento caratterizzante i costi di agenzia e rappresentato dai cd. *coordination costs* fra i diversi proprietari, che aumentano all'aumentare della loro numerosità ⁽²⁹⁾; detti costi sono quelli necessari per far pervenire ai manager le istanze (quanto più possibili coordinate) dei proprietari dell'impresa e sono tanto maggiori quanto maggiore è il dispendio di energie utilizzate a questo fine. La “spesa” sostenuta per fare sì che gli azionisti si muovano univocamente dovrebbe condurre alla possibilità di sopperire alle “mancanze” del singolo attraverso i benefici di un'azione comune, in cui le capacità si compendino e si rafforzino gli incentivi ad una verifica diretta sulla gestione dell'impresa. Da essa dovrebbe derivare un minore

⁽²⁶⁾ Così REBOA, ..., op. cit., p. 28.

⁽²⁷⁾ Così REBOA, ..., op. cit., pp. 17 e 18.

⁽²⁸⁾ Cfr. HANSMANN, KRAAKMAN, *Il governo delle società di capitali*, in *Diritto societario comparato*, a cura di Enriques, Bologna, 2006, pp. 47 e ss.

⁽²⁹⁾ In letteratura i costi di coordinamento sono stati definiti come «*the costs that make it more difficult for (the principals) to monitor the agent so as to determine the appropriateness of their actions, or to decide whether, and how, to take action to sanction non performance*». Così, ARMOUR, HANSMANN e KRAAKMAN, *Agency Problems...*, op. cit., p. 5.

affidamento sui meccanismi di “eccessiva” delega ai manager delle scelte strategiche e operative della vita aziendale, nonché la possibilità di esprimersi con una “sola voce” e ridurre per tal via il rischio che gli amministratori non facciano la “cosa giusta” per tutti i partecipanti al capitale della società. I costi di coordinamento perdono della loro efficacia (e, dunque, assumono una connotazione esclusivamente negativa) qualora i *principals* – nonostante gli sforzi profusi – non trovino gli adeguati incentivi o non siano comunque in grado di valutare con certezza il fatto che le performance raggiunte dall’impresa (per effetto della gestione dei manager) siano quelle “promesse” ovvero, al contrario, di verificare approfonditamente le modalità con cui le performance sono state raggiunte. Specialmente questo ultimo aspetto è vero quando, ad esempio, i risultati raggiunti sono inferiori alle aspettative (in questo caso, la proprietà non è in grado di comprendere pienamente le motivazioni del discostamento fra le performance attese e quelle effettivamente conseguite, anche perché essa stessa non ha partecipato attivamente alla predisposizione dei piani di attività aziendale); ma anche quando i risultati sono migliori di quelli attesi (in questa ipotesi, la proprietà potrebbe non saper valutare la bontà dei risultati stessi ovvero la loro effettiva provenienza).

Il già menzionato paradigma della moderna impresa, che risiede nella necessità di aprire il capitale imprenditoriale ai finanziamenti esterni (ossia ad un numero di soggetti potenzialmente non conosciuto né conoscibile) ed è finalizzato al reperimento delle risorse finanziarie per l’inizio e la prosecuzione dell’attività, ⁽³⁰⁾ determina un aumento nel numero dei soci

⁽³⁰⁾ L'imprenditore, infatti, nel perseguire l'interesse di massimizzare il valore della società e, quindi, il proprio investimento, non si limita a delegare, come in precedenza, alcune attività ai dirigenti, ma elegge un consiglio di amministrazione, vale a dire un organo sociale collettivo che riunisce coloro cui compete l'amministrazione, la direzione strategica ed operativa dell'azienda. Il fatto che ciascun azionista possieda «una quota minima rispetto alle dimensioni dell'impresa» e che per questo sia «privo di potere» – mentre al contrario «gli amministratori conoscono l'andamento degli affari sociali e possono tenere nascoste agli investitori notizie sull'impresa e sul proprio comportamento» – fa sì che vi siano «negligenze e deviazioni» non necessariamente palesi né che effettivamente si verificano, ma che tuttavia danno adito sempre a un «malgoverno potenziale». A questo punto, appare evidente il delicato ruolo svolto dal consiglio di amministrazione all'interno dell'organizzazione aziendale; sul suo funzionamento (anche in connessione con gli altri

(affievolendo e, talvolta annullando, il legame tra proprietario-azionista e *manager*).

Ma per quale motivo si determinano le problematiche tratteggiate brevemente sino a questo punto? Cosa porta i manager a discostarsi dagli interessi generali dell'impresa e dei soggetti che ad essi hanno attribuito il potere di gestirla? Quali sono i presidi organizzativi che la società deve attivare al fine di preservare la basilare comunanza di intenti di proprietari e controllori? Per rispondere a queste domande occorre fare riferimento alle note teorie dei cd. *benefici privati del controllo*, vale a dire tutte le diverse modalità attraverso cui «*those in control of a corporation can siphon off benefits to themselves that are not shared with the other shareholders*» ⁽³¹⁾.

I benefici privati del controllo sono definiti come quei vantaggi di cui coloro che gestiscono un'impresa possono godere senza condivisione degli stessi con i proprietari della stessa. Si ricorda nuovamente che si sta per il momento prescindendo dalla tipologia di azionariato che contraddistingue

aspetti, più interni, della corporate governance) si avrà modo di parlare nel prosieguo della trattazione. Così EASTERBROOK, FISHEL, *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996, p.5. Si vedano, fra gli altri, DECASTRI, *Governance e organizzazione*, in *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, a cura di Maggioni, Potito e Viganò, Bologna, 2002, pp. 83 ss.

⁽³¹⁾ Si riporta qui una definizione ideata da COFFEE, *Do Norms Matter?: A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control*, 2001. Columbia Law and Economics Working Paper No. 183. Disponibile sul sito web SSRN, all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=257613> or doi:10.2139/ssrn.257613, p. 9. L'autore individua alcune di queste modalità, fra le quali rientrano: «(i) *above-market salaries*, (ii) *unfair self-dealing transactions with the corporation*, (iii) *insider trading*, or (iv) *the issuance of shares to themselves at dilutive prices*». Coffee, nel descrivere il ruolo delle diverse teorie economiche nella ricerca di soluzioni efficaci ai problemi derivanti dai benefici privati del controllo, presenta un'analisi empirica comparata sulla correlazione fra questi ultimi e il valore dell'impresa. Più in generale, basti qui richiamare l'attenzione sul fatto che esistono fondamentalmente due metodi per la quantificazione dei benefici privati del controllo: il primo ha riguardo alle differenze di prezzo tra azioni societarie con e senza diritto di voto; il secondo al premio pagato nell'acquisto di una partecipazione di controllo.

una data realtà economica (proprietà concentrata vs. proprietà diffusa) ⁽³²⁾. Per tal via, indipendentemente dalle diverse forme proprietarie dell'impresa, a loro volta discendenti da specifici paradigmi istituzionali di governance, la letteratura ha tradizionalmente affrontato il tema dei benefici privati del controllo distinguendo fra: 1) i cd. *perquisites* (anche detti *perks*), vale a dire quei privilegi di cui godono i manager in un contesto di “*managerial capitalism*” di origine anglosassone ⁽³³⁾; e 2) il cd. *tunnelling*, definito come pratica espropriativa posta in essere dall'azionista di controllo ai danni degli azionisti di minoranza in un sistema di governance fondato su blocchi di controllo dominanti (tipico dell'Europa continentale, benché non sconosciuto neppure negli Stati Uniti) ⁽³⁴⁾.

Da questa bipartizione discende la possibilità di entrare ancor di più nel dettaglio dei cd. *private benefits of control*, suddividendo gli stessi sulla base di due ulteriori caratteristiche: (i) il fatto che essi abbiano natura monetaria o meno (vale a dire il fatto che ad essi sia possibile associare un guadagno pecuniario); (ii) la possibilità che il beneficio (monetario o meno) sia trasferibile a soggetti diversi dal manager che lo ingenera, nonché la “facilità” di tale trasferimento ⁽³⁵⁾. Su queste due distinzioni fondamentali,

⁽³²⁾ Si veda quanto detto in precedenza in merito alle diverse forme proprietarie delle imprese, riviste anche alla luce del contesto storico nel quale ciascuna di esse è nata e si è evoluta e attraverso i contributi di *law and economics*. Cfr. *infra*, nota n. 20.

⁽³³⁾ Cfr. RAJAN e WULF, *Are perks purely managerial excess?*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 79, 2006, i quali, con il termine perk, si riferiscono a «*forms of non monetary compensation offered to select employees. These range from the use of an executive jet or a chauffeur-driven car to a giant corner office and country club memberships. Implied in the definition is that the perk is not strictly necessary for the accomplishment of the employee's duties (scheduled commercial flights are available or the executive only works out of a small portion of the office)*» (p. 1). E ancora, «*the term “perquisite” can represent several types of employee benefits including: time off without pay, executive services, nonperformance awards, healthcare, survivor protection, and retirement coverage*» (p. 11).

⁽³⁴⁾ Secondo KIRCHMAIER, GRANT e KIRSCHNER «*the term ‘financial tunneling’ refers to self-dealing by dominant shareholders and discriminatory financial transactions, such as dilutive share issues, minority freeze-outs, insider trading, and creeping acquisitions*» (Financial Tunnelling and the Mandatory Bid Rule, FMG Discussion Paper No. 536, 2009, p. 3; si vedano inoltre gli autori quivi citati).

⁽³⁵⁾ Si fa qui riferimento, così come nelle righe che seguono, al lavoro di EHRHARDT e NOWAK, *Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation (or What Exactly are*

la letteratura ha così individuato le *fonti* dalle quali i benefici privati del controllo possono sorgere. Più nello specifico, si ha modo di osservare che essi possono derivare dalla sottrazione di attività dell'impresa a favore dei soggetti posti al controllo della medesima (*self-dealing*); dalla conclusione di operazioni capaci di avvantaggiare gli azionisti di controllo a danno delle minoranze, pur senza un trasferimento diretto di asset (*dilution*); da vantaggi non pecuniari che derivano dall'esercizio del potere personale all'interno e all'esterno dell'impresa, o dalla particolare natura del settore in cui opera la stessa (*amenities*); da posizioni di prestigio, di appartenenza o sociali che possono essere valorizzati soltanto dal possessore attuale (*reputation*).

In definitiva, per tracciare le fila di quanto detto sino a questo momento, indipendentemente dalla veste che i *benefici privati del controllo* assumono, è importante gestire gli stessi coerentemente ed efficacemente, secondo la teoria generale dei problemi di agenzia. I sistemi di organizzazione e controllo societario devono essere a tal fine predisposti, sì da poterne valutare la potenziale esistenza, da individuarne l'effettiva concretizzazione, da calcolarne l'impatto e garantirne la pronta gestione. Adeguati meccanismi di governance devono nella sostanza consentire di stimare l'entità del costo ad essi connessi, nonché il pregiudizio che da essi può derivare all'impresa e ai suoi soci. Infatti, come già detto, tutto muove dalla considerazione che vede le persone, il cui potere influenza la ricchezza di altre, avere interessi (potenzialmente e pericolosamente) in conflitto con queste ultime; conflitto che potrebbe essere tanto maggiore quanto minore è la coincidenza fra proprietà e controllo ⁽³⁶⁾.

Private Benefits of Control?), EFA 2003 Annual Conference Paper No. 809, 2003, *passim*. Questo è stato preso come modello di riferimento da tutta la letteratura che sul tema si è sviluppata negli anni successivi; le classificazioni in esso contenute sono estremamente semplici e intuitive e consentono di comprendere, in via generale, il contenuto della tematica in parola.

⁽³⁶⁾ A questo proposito, è possibile notare come nelle società a base azionaria ristretta la separazione tra gestione e assunzione del rischio sia molto minore, poiché più vicini sono coloro che effettivamente controllano l'impresa a coloro che vi partecipano con il loro capitale. In esse, vi sono generalmente molti vincoli alla trasferibilità della proprietà, proprio perché chi ha investito inizialmente nell'impresa (ed è molto prossimo o, in alcuni

3. I problemi di agenzia e i benefici privati del controllo: quali rimedi?

Quanto precede ci consente di valutare al meglio la governance interna alle imprese, poiché punta i riflettori su una delle problematiche più ampie e difficili da dirimere per qualsivoglia tipologia di impresa. Le riflessioni sino a qui condotte e quelle che seguiranno aprono inoltre la strada alla comprensione dei problemi più propri alle imprese bancarie, destinatarie di norme speciali che in alcuni casi si discostano da quelle generali.

Meccanismi ottimali di governo societario si pongono come presupposto per l'equilibrio dell'impresa, che deve essere perseguito attraverso il bilanciamento di quattro diverse variabili. In primo luogo, i modelli organizzativi e societari dell'impresa devono garantire la massimizzazione degli «incentivi dei soggetti che governano l'azienda a realizzare tutti gli investimenti che aumentino il valore dell'impresa stessa», cui deve accompagnarsi la minimizzazione della «inefficienza nella contrattazione *ex post*» e del rischio (da allocare ai «soggetti meno avversi al rischio») ⁽³⁷⁾. Riassumendo, si rende dunque necessario massimizzare i ricavi dell'impresa minimizzando i costi: il che, a livello organizzativo (e alla luce di quanto detto sino a questo momento), si traduce nella valorizzazione delle motivazioni e degli incentivi dei manager a perseguire il più elevato benessere (in termini di ritorno degli investimenti e di profitti) per l'impresa e i suoi proprietari, riducendo al contempo i costi connessi con l'attivazione dei meccanismi di controllo e di tutti gli altri dispositivi per la gestione dei

casi, coincide con chi assume le decisioni al suo interno) ha tutto l'incentivo a fare in modo che tale situazione si perpetui. Ciò non fa tuttavia venire meno l'esigenza di salvaguardare le esigenze dei soggetti che si trovano in una posizione di debolezza rispetto ad altri. Più volte, in precedenza, si è tentato di spiegare il fatto che, nelle imprese ad azionariato concentrato, il problema dei conflitti di interesse insorga fra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza. In capo ai primi, che nella sostanza designano i manager dell'impresa e ne influenzano le scelte, vanno dunque condotte tutte le riflessioni relative ai benefici privati del controllo e sul loro operato si deve agire, al fine di ridurre i costi di agenzia per la società.

⁽³⁷⁾ In questi termini, BIANCHI, BIANCO, GIACOMELLI, PACCES, TRENTO, *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*, Bologna, 2005, p. 46.

problemi di agenzia (es. costi informativi, costi di coordinamento). Nella sostanza, la struttura aziendale deve essere tale da portare al minimo quella “devianza organizzativa” che gli economisti identificano nei costi di agenzia di cui si è ampiamente detto nelle righe che precedono.

A queste due variabili, che per semplificare abbiamo identificato come variabili di costo e ricavo, se ne sommano altre, che hanno invece riguardo alla capacità dell'impresa di operare – (anche) per il tramite della sua organizzazione, preposta a questi fini – secondo le regole *interne* ed *esterne* ad essa imposte, rispettivamente, dal contratto della società e dal contesto normativo di riferimento. Questi due ulteriori elementi possono essere ricondotti sotto un cappello comune, che prende il nome di *compliance*. Con essa si definisce la “conformità”, vale a dire il rispetto di specifiche disposizioni di legge e regolamentari, nonché dei principi sanciti a livello di autoregolamentazione. Nelle imprese a maggiore complessità dimensionale e operativa, i compiti e le responsabilità connesse con questi specifici obblighi dovrebbero per solito essere attribuiti ad una specifica funzione interna, relativamente nuova nel panorama delle strutture organizzative di cui le imprese devono dotarsi. La sua presenza è in molti casi considerata una *best practice*, ma in alcuni casi è prescritta da norme regolamentari riferibili ad alcune tipologie specifiche di imprese (quali le banche, le imprese di investimento, gli intermediari assicurativi) ⁽³⁸⁾, in ragione delle peculiari caratteristiche dell'attività svolta e secondo un principio di proporzionalità che lascia a questi soggetti la «discrezionalità nella scelta delle soluzioni organizzative più idonee ed efficaci per realizzarli» ⁽³⁹⁾.

⁽³⁸⁾ Cfr. Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia del 10 luglio 2007; Regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob in materia di servizi di investimento del 29 ottobre 2007; Regolamento Isvap n. 20 del 26 marzo 2008. La normativa italiana ha primariamente matrice internazionale e trae le sue linee ispiratrici dai lavori condotti in seno al Comitato di Basilea e allo IOSCO, nonché ai Comitati europei di terzo livello e alla Commissione (si veda la direttiva 2004/39, cd. MiFID). In letteratura si vedano, fra gli altri, AA.VV., *Compliance. Ruolo e responsabilità*, a cura di Toni Atrigna, Torino, 2009; BOCCUZZI, *La funzione di compliance: il presidio dei rischi aziendali e l'evoluzione della normativa Basilea2 e MiFID*, in *Bancaria*, n. 2, 2008.

⁽³⁹⁾ Così le Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia del 10 luglio 2007, p. 1.

In estrema sintesi, adattando alla generalità delle imprese una nota definizione usata con riferimento al sistema bancario, è possibile dire che la corretta gestione del rischio di conformità (indipendentemente dalla creazione di un'apposita funzione preposta al suo presidio) rappresenti il punto focale dell'attività societaria, la cui «corretta e incisiva applicazione assicura che tutto il personale riceva segnali forti e chiari su ciò che è considerato corretto e giusto»; ciò consente di prevenire e, se del caso, individuare e curare (*rectius*: attivare le leve per curare) comportamenti sbagliati, aumentano per tal via «la fiducia della clientela, degli investitori, del mercato» ⁽⁴⁰⁾. La capacità di operare secondo le regole *interne* ed *esterne* all'organizzazione societaria, approntando un sistema di corporate governance coerente con essa, appare di vitale importanza soprattutto in un'ottica di superamento e prevenzione degli scandali e dei fallimenti del mercato (in particolare finanziario); questi ultimi – come si avrà modo di vedere meglio nei capitoli a seguire – hanno evidenziato l'esigenza di rafforzare i presidi societari volti ad assicurare la piena osservanza delle normative riguardanti l'attività svolta e i rapporti con tutti gli attori coinvolti nella corrente operatività aziendale, senza tuttavia esentare dalle dovute responsabilità le autorità di supervisione.

Le quattro variabili poc'anzi tratteggiate devono essere ricondotte alla tematica dei conflitti di interesse; in senso lato, infatti, si ritiene che tutte abbiano a che fare con essa, dal momento che tutte perseguono il finale obiettivo di consentire all'impresa di operare in condizioni di stabilità e comunione con l'ambiente di riferimento. In questo senso, la corporate governance diviene la preconditione per lo svolgimento di attività dalle quali non s'ingenerino conflitti di interesse, intesi questa volta secondo un'accezione più ampia. Ed invero, a questo punto il discorso si estende rispetto a quanto visto sino ad ora: le regole *interne* (vale a dire quelle che l'impresa stessa si dà e sulla base delle quali disegna la propria

⁽⁴⁰⁾ Così TARANTOLA, *La funzione di compliance nei sistemi di governo e controllo delle imprese bancarie e finanziarie*, intervento a margine del convegno “Il ruolo del sistema dei controlli nella gestione del rischio di conformità negli istituti finanziari”, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 4 ottobre 2007, p. 15.

organizzazione) e le regole *esterne* (in conformità delle quali l'impresa deve operare) devono essere in grado di prevenire e gestire le problematiche derivanti dalla contrapposizione fra *principal* e *agent*, ma non solo. Vi sono anche altri aspetti, che vanno oltre all'involucro – per così dire – dei rapporti fra proprietà e controllo e attengono, piuttosto, a tutte le relazioni intestine all'impresa stessa. Del resto, come è stato autorevolmente osservato, «è agevole dimostrare come la presenza di un sistema di governo aziendale informato a regole di correttezza e trasparenza verso i diversi interlocutori aziendali limita, già sul nascere, il sorgere di possibili conflitti di interessi»⁽⁴¹⁾, dalla analisi dei quali siamo partiti.

Secondo il pensiero di chi scrive, la valutazione dei diversi modelli di corporate governance appare qui funzionale alla comprensione dei punti nodali delle interessenze societarie (necessarie anche per spiegare, nel terzo capitolo, quelle specifiche per le banche). Per motivi di equilibrio della presente trattazione, si darà ovviamente primario spazio – seppur in maniera molto snella – a quelli di matrice italiana, che interessano la generalità delle imprese ma si differenziano (per ambito di applicazione e grado di incisività) per le società quotate e, come più volte detto, per le banche.

4. Il ruolo delle norme nella governance aziendale: una storia italiana

In Italia, è ormai storia non più recentissima la riforma del diritto societario che prende le mosse, una decina di anni fa, con la legge 3 ottobre 2001, n. 366 (di seguito “legge delega”) ⁽⁴²⁾. Questa individuava i criteri e i principi di delega che il Governo avrebbe dovuto seguire per «la riforma organica della disciplina delle società di capitali e cooperative, la disciplina degli illeciti penali e amministrativi riguardanti le società commerciali», nonché su altre materie riguardanti, in particolare, le nuove norme sulle

⁽⁴¹⁾ Con queste parole, REBOA, *Proprietà e controllo di impresa. Aspetti di Corporate Governance*, Milano, 2002, p. 23.

⁽⁴²⁾ Delega al Governo per la riforma del diritto societario, pubblicata in G.U. 8 ottobre 2011, n. 234.

procedure societarie ⁽⁴³⁾. Ai fini della presente trattazione è utile richiamare i criteri e principi di delega definiti dagli articoli 2 e seguenti, poi confluiti nel d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, che reca la riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative. Quest'ultima si innesta nel particolare contesto italiano, caratterizzato da una proprietà fortemente concentrata e da imprese, per solito, a conduzione prevalentemente familiare (in cui il ruolo degli organi interni di amministrazione e controllo non è molto sviluppato e il ricorso al mercato dei capitali esterno è estremamente ridotto). In questo quadro ambientale, la riforma del diritto societario rappresenta l'occasione per modificare l'assetto imprenditoriale delle aziende italiane e per ammodernare la previgente disciplina civilistica ormai «inadeguata rispetto alla realtà economica e sociale del Paese» ⁽⁴⁴⁾. Il legislatore nazionale è dunque intervenuto correttamente al fine di «enfaticizzare il ruolo del diritto societario nel favorire l'efficienza del contratto che lega i soci» (aggiungiamo noi: fra loro stessi, e fra di essi e la società); si ritiene che – nel contesto di mercato all'epoca ancora in divenire, ma comunque ormai proteso verso una diversa connotazione e una maggiore apertura – uno degli obiettivi maggiormente meritevoli di attenzione fosse rappresentato dalla necessità di «fare fronte alla mutevolezza nel tempo delle relazioni tra le imprese e i terzi e alla difformità degli interessi da tutelare nelle differenti tipologie di rapporti» e di risolvere i «non pochi problemi incontrati dalle imprese italiane nei loro percorsi di crescita e di

⁽⁴³⁾ Cfr. art. 1, comma 1, della legge delega. In attuazione delle previsioni in esso contenute, il Governo ha successivamente emanato i seguenti decreti legislativi: il d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 (“Disciplina degli illeciti penali e amministrativi riguardanti le società commerciali, a norma dell’art. 11 della legge 3 ottobre 2001, n. 366”); il d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 5 (“Definizione dei procedimenti in materia di diritto societario e di intermediazione finanziaria, nonché in materia bancaria e creditizia, in attuazione dell’art. 12 della legge 3 ottobre 2001, n. 366”); il d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 (“Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366”). A questi, si sono poi aggiunti successivi decreti integrativi e correttivi (in conformità con l’art. 1, comma 5, della legge delega), quali il d.lgs 6 febbraio 2004, n. 37 e il d.lgs. 28 dicembre 2004, n. 310.

⁽⁴⁴⁾ In questi termini il disegno di legge con cui la proposta di riforma era stata presentata, il 3 luglio 2001, alla Camera dei deputati (atto n. 1137, XIV legislatura, p.1).

apertura al mercato mobiliare (...) riconducibili ad inefficienti soluzioni fornite dall'ordinamento per regolare i rapporti tra soci» ⁽⁴⁵⁾.

L'innovato diritto societario doveva dunque rappresentare una occasione di spinta delle imprese italiane – in particolare delle «società familiari minori» (preponderanti nell'assetto di mercato nazionale) – verso una maggiore capitalizzazione, che passasse in primo luogo attraverso l'apertura dei loro assetti proprietari a investitori esterni ⁽⁴⁶⁾; la riforma doveva configurarsi come una possibilità, accordata a tutti i partecipanti al sistema, di superare i problemi connessi con la scarsa crescita dimensionale delle imprese italiane, la limitata mobilità del controllo, i vincoli alla trasferibilità dello stesso, le ridotte dimensioni del mercato borsistico così come il ruolo di primo piano giocato dalle banche (e, per il loro tramite, dallo Stato) ⁽⁴⁷⁾.

Ed invero, questo aspetto – più di altri – configura una delle principali aree di svolta del mercato del controllo a livello nazionale, indirizzato verso il passaggio ad un sistema più competitivo e conforme alla mutata realtà operativa europea e internazionale. In generale, come in più sedi osservato ⁽⁴⁸⁾ l'importanza della riforma del diritto societario e, conseguentemente, l'attenzione al tema della corporate governance delle imprese italiane era ricollegabile anche alle rilevanti difficoltà competitive e di sviluppo che il sistema imprenditoriale sembrava sperimentare alla fine degli anni ottanta» e novanta, quando «si registravano gravissime crisi finanziarie di

⁽⁴⁵⁾ Cfr. Atto n. 969, XIV legislatura, proposta di legge presentata in data 21 luglio 2001, pp. 2 e 3.

⁽⁴⁶⁾ In questi termini MOSCO, *Riforma societaria, organizzazione interna delle società per azioni "chiuse" e piccolo e medie imprese*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 5, 2004, pp. 2 e 3.

⁽⁴⁷⁾ BIANCHI, BIANCO, GIACOMELLI, PACCES, TRENTO, *Proprietà e controllo...*, cit., pp. 7 e 8, che sul punto si richiamano al lavoro di BARCA, *Imprese in cerca di padrone, Proprietà e controllo nel capitalismo italiano*, Roma-Bari, 1994.

⁽⁴⁸⁾ Per tutti si vedano, BIANCHI, BIANCO, GIACOMELLI, PACCES, TRENTO, *Proprietà e controllo...*, op. cit., *passim* ma in particolare p. 7 ss.; REBOA, *Proprietà e controllo...*, 2002, op. cit..

gruppi industriali pubblici e privati» ⁽⁴⁹⁾. Più avanti, attraverso gli spunti offerti dalla recente letteratura in materia, si avrà modo di vedere come e se sono state realizzate le intenzioni che hanno mosso la riforma, come e se le aspettative sono state soddisfatte o tradite.

In questa dissertazione, assume rilievo «l'ampliamento delle scelte organizzative a disposizione dell'impresa che intenda aprirsi e rinnovarsi dal punto di vista dell'organizzazione» ⁽⁵⁰⁾; ampliamento che si sostanzia nella possibilità di opzione fra diversi modelli di amministrazione e controllo, da disegnare indosso alle specificità dell'impresa e agli obiettivi che essa si prefigge nel corso della sua esistenza. Di conseguenza appare particolarmente importante, a questi fini, l'autonomia imprenditoriale concessa ai singoli, da leggere contestualmente al processo di deregolamentazione che ha riguardato la disciplina normativa degli anni precedenti la crisi finanziaria.

* * *

Prima di entrare nel merito di questo specifico argomento, si rende necessario fare un piccolo passo indietro per analizzare le premesse dalle quali si è mosso l'intero processo di riforma avviato agli inizi del secolo in corso e guardare più da vicino alle specificità del mercato del controllo italiano. Per fare ciò è necessario tornare indietro nel tempo, ad una ventina di anni fa, quando il legislatore nazionale è intervenuto per modificare il mercato del controllo italiano, apportando modifiche sostanziali che hanno

⁽⁴⁹⁾ *Ivi*, p. 7. Nel corso della loro trattazione, gli autori hanno modo di ricostruire le vicende storiche, politiche ed economiche che hanno interessato il nostro paese negli ultimi 20 anni, trovando per tal via lo spunto per le ulteriori riflessioni in materia di proprietà e controllo in Italia, anche alla luce del mutato contesto di mercato. In questo ambito, essi hanno modo di dibattere circa la tematica della corporate governance delle imprese, valutandone gli effetti sulla competitività del sistema e ricercando – ove possibile – le «caratteristiche desiderabili» dei moderni meccanismi di organizzazione e governo societario.

⁽⁵⁰⁾ Cfr. MOSCO, *Riforma societaria...*, op. cit., p. 3.

coinvolto l'intero il sistema imprenditoriale del nostro paese, ivi compreso quello finanziario.

Si ricorderanno le vicissitudini che l'Italia stava attraversando nei primi anni novanta del novecento; il mondo politico era in una fase rivoluzionaria, il passaggio dalla prima alla seconda Repubblica si stava realizzando, gli scandali interni erano esplosi con tutta la loro forza e le note vicende legate a "tangentopoli" stavano ormai prorompendo con tutte le difficoltà ad esse connesse. Al di fuori dei confini nazionali, l'Europa stava ponendo le nuove basi per quell'unione economica fallita ormai molti anni prima con la fine di Bretton Woods; la creazione del mercato unico era nella sua fase conclusiva e la maggioranza dei popoli continentali si apprestavano all'ingresso nel grande sistema europeo. In questo contesto, sospinta anche dall'affermazione delle libertà fondamentali sancite dal Trattato e dai passi compiuti in ambito comunitario verso la maggiore competitività dei mercati nazionali (o, meglio, europei), l'Italia intraprende una serie di riforme volte a porre fine alle inefficienze che, storicamente, contraddistinguevano il nostro paese sotto i molteplici profili visti in precedenza. Sebbene il settore imprenditoriale italiano fosse piuttosto ampio (rispetto in particolare alla media degli altri paesi OCSE) ⁽⁵¹⁾, i limiti in esso insiti erano ben evidenti: la massiccia presenza dello Stato (inizialmente sotto forma di sostegno alle imprese, successivamente con la partecipazione diretta al capitale delle stesse) rappresentava un grande vincolo alla competitività, nonché ad una allocazione delle risorse proficua e compatibile con la presenza sui mercati internazionali. La tutela degli interessi pubblici, quali il sostegno agli investimenti e la conservazione dei posti di lavoro (altrimenti intesi come

⁽⁵¹⁾ Cfr. GOLDSTEIN, *Privatization in Italy 1993-2002: goals, institutions, outcomes and outstanding issues*, intervento a margine del convegno "Privatization experiences in the EU", CESifo Working Paper no. 912, 2003, par. 0. Da questo lavoro si prende spunto per riferire sulle principali criticità del mercato italiano, nonché sui *pro* e *contro* delle riforme intraprese. Ad esso, si aggiungono le profonde e approfondite riflessioni di FERRARINI, *Corporate governance changes in the 20th Century: a view from Italy*, Law Working Paper no. 29, 2005, *passim*.

«*non-economic goals*» ⁽⁵²⁾), permeavano l'azione dello Stato-imprenditore; sicché gli effetti sui costi e sulle tariffe dei prodotti e servizi offerti dalle imprese a partecipazione pubblica non poteva soddisfare le aspettative dei fruitori finali, né poteva consentire alle stesse di sopravvivere in maniera efficiente. In definitiva, la proprietà pubblica di ampi settori del sistema imprenditoriale italiano e il ruolo estremamente “compresso” del mercato per il controllo societario nel finanziare l'industria rallentavano la modernizzazione dell'economia domestica, ponendo seri vincoli alla crescita economica dell'intero paese ⁽⁵³⁾.

E' in questo contesto che, con la cd. legge Amato ⁽⁵⁴⁾, si avvia il processo di privatizzazione del sistema finanziario italiano; con essa, anche in vista della normativa di Basilea I entrata in vigore nello stesso anno, si introducevano norme volte a conferire maggiore competitività alle banche italiane sui mercati extra-territoriali, secondo una logica di mercato sovranazionale. Fra gli altri, seguirono ad essa il decreto legge 5 dicembre 1991, n. 386 ⁽⁵⁵⁾ volto a consentire la trasformazione degli enti pubblici

⁽⁵²⁾ *Ibidem*. A ciò si aggiungevano considerazioni di altro genere, prima fra tutte quella secondo cui: «*control and management structures (...) was extremely complex, opaque and prone to political interference*».

⁽⁵³⁾ In questi termini FERRARINI, *Corporate...*, op. cit., *passim*. Sebbene non del tutto pertinente alla presente trattazione, è importante rilevare come l'autore (ponendosi in confronto con gli studi “tedeschi” di un altro prominente autore, Harald Baum) affermi che «*on balance, the German and Italian experiences, despite offering good examples of convergence towards global standards, do not support the “strong convergence” theory advanced by some law and economics scholars. These experiences are better explained by the rival scholarly position which sees political forces and path dependency as shaping and constraining economic evolution. As I argue below, the political theories of corporate governance and financial development significantly contribute to the analysis of the Italian experience*». La dicotomia fra le teorie della *global convergence* e della *path dependence* verrà analizzata più avanti, nel prosieguo di questo capitolo.

⁽⁵⁴⁾ Legge 30 luglio 1990, n. 218 («Disposizioni in materia di ristrutturazione e integrazione patrimoniale degli Istituti di credito di diritto pubblico»), pubblicata in G.U. 6 agosto 1990, n. 182.

⁽⁵⁵⁾ Pubblicato nella G.U. 6 dicembre 1991, n. 286 e convertito dall'art. 1, comma 1, della legge 29 gennaio 1992, n. 35 (pubblicata in G.U. 30 gennaio 1992, n. 24). Nel suo preambolo è dato rinvenire le principali motivazioni a base dell'intero processo di privatizzazione, vale a dire «la straordinaria necessità ed urgenza di procedere alla

economici e la dismissione delle partecipazioni statali con conseguente alienazione di beni patrimoniali suscettibili di gestione economica; così come il decreto legge 11 luglio 1992, n. 333 (convertito con la legge 8 agosto 1992, n. 359 e finalizzato a introdurre «misure urgenti per il risanamento della finanza pubblica»), con il quale furono privatizzati i principali enti a partecipazione statale, vale a dire l'IRI, l'ENI, l'ENEL. Quest'ultimo più di ogni altro ha rappresentato (insieme alla citata legge Amato) il vero spartiacque nella storia della proprietà e del controllo nel nostro paese, il punto di svolta nella concezione pubblicistica della grande imprenditoria italiana. Per il suo tramite si diede la stura ad una serie di successivi interventi legislativi, che perseguivano gli obiettivi di una piena rappresentanza di tutta la base sociale negli organi di amministrazione delle imprese, una maggiore protezione degli investitori di minoranza, un miglioramento delle condizioni di trasparenza degli assetti proprietari; obiettivi, questi, in grado di favorirne la contendibilità e l'appetibilità da parte di investitori nazionali ed esteri.

Qualche anno prima della riforma del diritto societario del 2003, l'ultimo grande passo del sistema legislativo italiano è quello compiuto con il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (testo unico della finanza) ⁽⁵⁶⁾. Come puntualmente definito dalle disposizioni legislative di delega al Governo per il «riordinamento normativo nelle materie interessate dalle direttive comunitarie» (art. 8 della legge comunitaria 1994) ⁽⁵⁷⁾, in esso doveva trovare spazio – fra le altre cose – la ripartizione delle competenze tra la Banca d'Italia e la Consob (art. 21, lett. e); ripartizione dalla quale

razionalizzazione del sistema delle partecipazioni statali attraverso la trasformazione degli enti e delle aziende autonome in società per azioni, con la finalità di valorizzare le strutture produttive, l'accesso diffuso dei risparmiatori e contribuire al risanamento della spesa pubblica, anche mediante l'alienazione di beni patrimoniali suscettibili di gestione economica».

⁽⁵⁶⁾ Cd. "legge Draghi". Emanato ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 (legge comunitaria 1994) e pubblicato in G.U. 26 marzo 1998, n. 71, Supplemento Ordinario n. 52.

⁽⁵⁷⁾ Vd. nota n. 56.

doveva discendere l'esercizio di poteri coordinati e non sovrapposti aventi riguardo «alla trasparenza e alla correttezza dei comportamenti degli intermediari, alla tutela degli investitori, alla stabilità, alla competitività ed al buon funzionamento del sistema finanziario, nonché alla sana e prudente gestione degli intermediari ed alla non discriminazione tra gli intermediari ammessi allo svolgimento di uno o più servizi di investimento» (art. 21, lett. f). A tal fine, le forme di vigilanza regolamentare, informativa e ispettiva attribuite a ciascuna autorità dovevano disciplinare «l'adeguatezza patrimoniale, il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni, le partecipazioni detenibili, l'organizzazione amministrativa e contabile, i controlli interni, le norme di comportamento, l'informazione, la correttezza e la regolarità delle negoziazioni» e prevedere forme di gestione dei conflitti di interesse, in tutte le loro diverse configurazioni (art. 21, lett. g). In queste sede non si vuole entrare nel dettaglio delle modalità con cui i summenzionati principi e criteri di delega sono stati trasposti nel testo unico della finanza; nel capitolo successivo si avrà tuttavia modo di soffermarsi più a lungo sui loro contenuti, allorquando si tratteranno in modo più compiuto le disposizioni del testo unico bancario del 1993, che sono complementari a quelle del d.lgs n. 58/1998.

* * *

La riforma del diritto societario del 2003, come già detto, si contraddistingue per una caratteristica particolarmente importante, vale a dire il rafforzamento dell'*autonomia imprenditoriale* dei singoli quale preconditione per il successo dell'impresa e la sua integrazione nel mercato di riferimento. Tale successo coincide, inevitabilmente, con quello dell'intero sistema economico nel quale fioriscono un insieme di aziende affermate; ciò coerentemente con l'idea che qualsivoglia settore del mercato (in particolare quello finanziario) non sia auto-referenziale, ma debba integrarsi pienamente con gli altri al fine di perseguire un interesse comune, preordinato al benessere sociale delle popolazioni. In questa logica,

appurata la *non auto-referenzialità* dell'attività imprenditoriale dei singoli, è necessario comunque riaffermarne l'autonomia, che rappresenta un prerequisito fondamentale per il perseguimento degli obiettivi funzionali alla disciplina della corporate governance.

L'*indipendenza di scelta* delle società rimarca l'essenza della riforma del diritto sino a qui vissuta e consente di realizzare il fondamentale equilibrio fra qualità delle norme ed efficienza del mercato; questo equilibrio è forse rappresentato, in ultima istanza, dalla compenetrazione fra regole che disciplinano il tutto ed esigenze che muovono l'attività del singolo. Le prime devono essere ricondotte ai principi di *proporzionalità* (oltre che di autonomia imprenditoriale), che – soprattutto nel riferimento alla normativa speciale delineata per gli intermediari – devono guidare la valutazione degli assetti organizzativi verso scelte quanto più aderenti alle seconde. Si ha qui modo di rilevare, tuttavia, che quanto appena affermato non deve essere una espressione meramente formale di volontà, ma deve tradursi nel concreto; ci si riferisce, in particolare, all'obbligo delle regole di definire in maniera precisa lo spazio entro il quale gli attori sono chiamati a muoversi, senza tuttavia divenire tanto prescrittive da limitare la libertà dinamica degli stessi.

In questo panorama, consegue che la disciplina normativa indirizzata alla ricerca di forme ottimali di organizzazione e governo societario deve tendere alla salvaguardia della sempre crescente competitività e necessità di trasparenza e correttezza dei comportamenti aziendali. In questo, la riforma del diritto societario – sebbene con i suoi limiti intrinseci – si pone quale utile strumento. Come già detto, per il suo tramite prende concretezza l'*autonomia organizzativa* garantita alle imprese: se con l'intero processo di privatizzazione e il testo unico della finanza si è data certezza agli obiettivi ultimi dei regolatori, del mercato e delle società, con gli interventi riformatori dei primi anni del secolo in corso si è data certezza alla possibilità per le imprese di perseguire i predetti obiettivi secondo le forme ritenute più adatte alle proprie specificità. Per tal via si addiviene ad un cambiamento che, come vedremo, difficilmente potrà arrestarsi in futuro.

Da ultimo, si vuole qui riportare il pensiero critico di un insigne economista, che ha posto l'accento sui pericoli connessi con il fatto che la corporate governance, indubbiamente strumento di governo utile di cui se ne è provata l'efficacia, rischi di divenire una «mera operazione di cosmesi aziendale» ⁽⁵⁸⁾; essa è rappresentata come «zucchero filato» ⁽⁵⁹⁾, che potrebbe innestarsi sulle distorsioni di un capitalismo corrotto dalle più recenti turbolenze finanziarie. Secondo questa prospettiva, «la soluzione di crisi come quella attuale passa per regolamenti e istituzioni internazionali» ⁽⁶⁰⁾. Quanto appena detto deve essere tenuto in considerazione nella lettura dei prossimi paragrafi, poiché di essi rappresenta il *leit motiv* che troverà poi compendio nelle conclusioni al presente lavoro.

⁽⁵⁸⁾ Così, ONADO, op. cit.

⁽⁵⁹⁾ Cfr. ROSSI, op.cit.

⁽⁶⁰⁾ *Ivi*.

CAPITOLO II

LE VARIABILI DELLA CORPORATE GOVERNANCE

SOMMARIO: 1. Le due variabili della corporate governance: l'apertura dei mercati nazionali e i più recenti eventi di crisi – 2. La globalizzazione: innovazione e tecnologia – 3. *Segue:* la crescente competitività – 4. Il mutato contesto internazionale e la visione sistemica dell'economia – 5. Le turbolenze finanziarie e la corporate governance (cenni)

1. Le due variabili della corporate governance: l'apertura dei mercati nazionali e i più recenti eventi di crisi

L'apertura delle maggiori economie mondiali ha imposto di guardare con maggiore attenzione all'interconnessione fra le variegate e numerose realtà aziendali: la visione circoscritta del contesto operativo di un soggetto – limitato al suo nascere, maturare, cambiare e, in *extrema ratio*, fallire nel solo mercato di riferimento nazionale – è stata superata dal crescente processo di integrazione, che ha portato con sé un profondo mutamento di prospettiva. Quello della globalizzazione è un fenomeno estremamente complesso, che non va riguardato esclusivamente sotto una prospettiva economico-finanziaria: al suo interno, le relazioni d'affari non sono che una minima parte di tutto l'insieme di relazioni osservabili, che nascono dallo scambio e l'interazione fra popoli e solo successivamente si tramutano in una *commistione* di mercati, economie, interdipendenze imprenditoriali.

Tutti questi fattori, insieme, si miscelano da sempre nelle più disparate modalità, cosicché non è possibile guardare alla globalizzazione come a un fenomeno recente, che trae le sue radici nella nascita dello Stato moderno. Essa tuttavia, così come la conosciamo e identifichiamo oggi, è un fenomeno nuovo, rinnovato che – a differenza del passato – impone di condurre valutazioni profonde sui pericoli connessi con il loro malfunzionamento. E ciò anche con riferimento al sistema finanziario e bancario, che primariamente ci occupa. Come acutamente osservato, «*the recent increase in international commerce has created a demand for international financial services. A financial institution can use a variety of channels to deliver financial services to a business customer in a foreign country*»⁽⁶¹⁾. E' così pacifico il fatto che l'intensificarsi delle relazioni commerciali su base internazionale abbia portato con sé la necessità di una fitta rete di interessenze finanziarie, che hanno riguardato e riguardano non solo il reperimento di capitali e di fonti di finanziamento per le imprese

⁽⁶¹⁾ BERGER, DE YOUNG, GENAY e UDELL, *Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-Border Banking Performance*, marzo 2001. FRB Chicago Working Paper, n. 1999-25. Reperibile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=203509>, p. 6.

interessate in detto commercio, ma anche la presenza di servizi finanziari *world-wide* in grado di accompagnare le transazioni d'affari.

Di seguito si analizzano brevemente due degli aspetti che, in questa sede, si considerano fondamentali alla luce del loro strettissimo legame con il fenomeno della globalizzazione. La prima, che della globalizzazione – come si dirà a breve – rappresenta un elemento propulsivo, è la forte innovazione e spinta tecnologica che accompagna lo *scambio* in un moderno contesto di mercato. La seconda, che invece dalla globalizzazione discende, è la crescente competitività con cui le banche devono confrontarsi per poter assolvere al meglio all'attività di intermediazione creditizia e alla propria crescente funzione sociale.

2. La globalizzazione: innovazione e tecnologia

Avendo specifico riguardo al primo dei due citati aspetti, si ritiene che – quando si analizza lo spazio vettoriale disegnato dalla corporate governance – l'innovazione “tecnologica” (nel prosieguo si avrà modo di accennare a quella “di prodotto”) non possa essere posta su un piano paritetico rispetto al fenomeno della globalizzazione considerato nel suo complesso ⁽⁶²⁾. Più in particolare, ci si riferisce al fatto che, se è vero che globalizzazione e tecnologia sono variabili indipendenti nel momento in cui vengono ad esistenza, è altrettanto vero che – in una fase successiva – la prima si avvale della seconda per sospingere il processo di integrazione dei mercati, mentre la seconda trae vantaggio dalla prima per svilupparsi e ricercare modalità di espressione sempre più avanzate.

In questo senso, la tecnologia incide sulla corporate governance in due differenti modi: 1) *direttamente*, essendo essa uno dei fattori che, a livello di singola impresa, devono essere sempre considerati nella ricerca, predisposizione e attuazione di ottimali modelli di governo societario; 2)

⁽⁶²⁾ Viceversa MASERA, *La corporate governance nelle banche*, Bologna, 2006, p. 16, secondo cui «l'evoluzione delle norme di corporate governance può (...) essere analizzata alla stregua di un processo dinamico: i) plasmato dall'innovazione finanziaria, dalla globalizzazione, (...); l'autore, in questo contesto, si riferisce tuttavia alle evoluzioni connesse con l'innovazione di prodotto, fenomeno distinto da quello qui analizzato.

indirettamente, dovendosi la tecnologia considerare come uno degli elementi catalizzatori del processo di globalizzazione, che – come si è già detto – rappresenta una delle due macro-variabili in grado, a livello generale, di condizionare fortemente (e nel continuo) i modelli di corporate governance delle imprese e, più in particolare, degli enti creditizi. Si condivide, dunque, l'idea che vede la tecnologia – intesa in particolar modo come innovazione informatica che interessa «non solo l'attività amministrativa e di controllo, ma l'intero processo produttivo» delle imprese –, quale elemento fondamentale per la corporate governance delle organizzazioni bancarie, che si è trasformato «da strumento passivo e destinato alla riduzione dei costi e alla razionalizzazione delle procedure interne (...a) un fattore chiave innovativo (...), una forza propulsiva capace di favorire la nascita di nuove tecniche, nuovi prodotti e perfino nuovi mercati» ⁽⁶³⁾. Nella sostanza, i mutamenti nella tecnologia trovano riscontro in mutamenti nell'attività o nell'organizzazione della società ⁽⁶⁴⁾, ecco perché si ritiene che la prima sia una delle sotto-variabili della seconda.

3. Segue: la crescente competitività

Mutuando il pensiero di un'insigne dottrina, la configurazione dell'organismo-impresa risente di tutte le caratteristiche dell'ambiente di riferimento, di cui si permea e con cui deve costantemente interfacciarsi; «le condotte da adottarsi nei confronti dei terzi sono tutte puntualmente descritte e vengono distribuite secondo un ordine vincolato», cui deve necessariamente accompagnarsi un elevato grado di «flessibilità, per adattarsi alla variazione dell'ambiente esterno, sia per contenerne gli impulsi, sia per immettervi i propri». Sicché «una causa del crollo può derivare da una disciplina di vertice, che mini la capacità di adattamento» alle mutazioni esterne ⁽⁶⁵⁾, alle trasformazioni che interessano l'ambiente di riferimento della banca. Quest'ultimo, alla luce delle considerazioni sin qui

⁽⁶³⁾ Cfr. STUCCHI, *Il sistema bancario, uno specchio del sistema paese*, reperibile sul sito web www.fbritaly.it, novembre 2011.

⁽⁶⁴⁾ In questo senso anche EASTERBROOK e FISCHER, *L'economia delle...*, cit., p. 21.

⁽⁶⁵⁾ Cfr. GUARINO, *Diritto ed economia. L'Italia, l'Europa, il mondo*, non pubblicato, 2011.

condotte, non è limitato al mercato nazionale e alle relazioni che si instaurano con gli *stakeholder* interni ai confini territoriali dello Stato di appartenenza, ma si è esteso nello spazio sino a raggiungere una dimensione globale. Cosicché le sfide rivenienti dall'esterno sono amplificate e gli strumenti per gestirle devono essere coerenti con il mutato contesto.

4. Il mutato contesto internazionale e la visione sistemica dell'economia

Sospinti in primo luogo dagli elementi che precedono (ad eccezione dell'ultimo, quello della competitività, che appunto si colloca nel novero degli effetti del processo di integrazione dei mercati), i sistemi finanziari nazionale, europeo e internazionale hanno subito negli ultimi decenni un profondo mutamento, cui ha contribuito il raggiungimento di taluni traguardi fondamentali che hanno interessato la Comunità europea (e, quindi, tutti i paesi europei considerati nel loro insieme); si fa specifico riferimento alla creazione di un mercato unico dei servizi finanziari, nonché all'introduzione della moneta unica. Questi due eventi hanno *accelerato* il processo di internazionalizzazione dei sistemi finanziari locali, attraverso il fondamentale passaggio di aggregazione e convergenza verso un sistema integrato su base comunitaria, prima, e internazionale, poi. Si ritiene tuttavia che i medesimi non siano annoverabili fra i fattori determinanti del processo di globalizzazione, che era già iniziato (sebbene, dal punto di vista economico, non ancora concluso) e avrebbe proseguito ugualmente la sua corsa, forse solo più lentamente.

Come puntualmente osservato in letteratura, con specifico riferimento all'evoluzione che interessa i soggetti finanziari e i principali mercati di riferimento, le succitate forze «hanno gradualmente eliminato (o stanno gradualmente eliminando) non solo i confini fisici, spaziali, della prestazione dei servizi finanziari ma la distinzione stessa tra intermediari, tra ciò che essi fanno», eliminazione connaturata al fatto stesso che, ad oggi, «una distinzione istituzionale tra intermediari non ha più senso, dovendosi

guardare piuttosto alle funzioni di intermediazione in concreto svolte dai singoli» ⁽⁶⁶⁾.

Quanto precede assume ancora più rilievo alla luce del crescente processo di aggregazione fra imprese, che ha portato (e porta) alla creazione di entità di grande rilievo, il cui business si sostanzia nei più disparati comparti operativi e la cui dimensione diviene globale. Senza indagare sulle motivazioni alla base delle numerose operazioni di *merger and acquisitions* che hanno coinvolto realtà societarie di tutto il mondo – motivazioni che secondo alcuni soggiacciono nella risposta del mercato al processo di deregolamentazione che ha reso possibile (e meno costoso) il consolidamento ⁽⁶⁷⁾ –, si rileva in questa sede la fondamentale importanza ascrivibile a tale fenomeno. Esso, infatti, si pone in una relazione biunivoca con il processo di globalizzazione di cui ci occupa poiché, da un lato, deriva proprio da quest'ultimo ⁽⁶⁸⁾; dall'altro ne va a rappresentare uno degli elementi catalizzatori (come già osservato con riguardo all'innovazione tecnologica).

Ed invero, l'internazionalizzazione dei mercati ha aperto i confini e le porte all'unione fra imprese, così come tale unione – successivamente – ha dato nuova linfa all'integrazione fra mercati ed economie. In questa prospettiva, si condivide il pensiero di chi guarda alla globalizzazione come a un *processo irreversibile*, la cui evoluzione dovrebbe essere volta alla

⁽⁶⁶⁾ Così, SZEGO B., *La definizione di attività bancaria e finanziaria tra legge e innovazione*, nell'ambito del lavoro *Verso un sistema finanziario europeo?*, 2003, p. 4 ss., Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi, Quaderno n. 43; l'autrice, sul punto, si richiama alle analisi condotte da ALLEN e SANTOMERO (1998, 1999); CANALS (1997); BLAIR, MINGHELLA, TAYLOR, THREPLAND e WALKER (2001); GORTON (1994); KAUFMAN e KROSZNER (1996); MERTON (1995); MERTON e BODIE (1995); SCHMIDT, HACKETHAL e TYRELL (1999).

⁽⁶⁷⁾ BERGER, DE YOUNG, GENAY e UDELL, *Globalization of...*, op. cit., p. 1 ss. Gli autori, in questo ambito, si riferiscono alla regolamentazione introdotta in occasione del *Riegle-Neal Act* statunitense e del *Single Market Programme* nell'Unione europea.

⁽⁶⁸⁾ Così BERGER, DE YOUNG, GENAY e UDELL, *Globalization of...*, op. cit., p. 6.

«massimizzazione del benessere sociale» e guidata al fine di contenerne le negatività e promuoverne la funzione positiva ⁽⁶⁹⁾.

In questo senso, la globalizzazione produce i propri effetti sulla corporate governance delle imprese bancarie in modalità che travalicano i confini temporali del *contingente*, sino a delineare trasformazioni dell'organizzazione e del governo societario che in linea teorica dovrebbero non essere sconosciute nel continuo, assumendo carattere *strutturale*. Si intende dire che i moderni meccanismi di corporate governance presentano caratteristiche che difficilmente potranno venire meno in futuro, essendo il fenomeno della globalizzazione incontrovertibile e non potendosi immaginare, oggi, un ritorno alle origini caratterizzate da un localismo istituzionale di sistemi economici “chiusi” (vale a dire non protesi verso un’omogeneizzazione delle regole e delle prassi). Ed invero, «in tutti i paesi industrializzati, l’interesse per la corporate governance evolve in parallelo con la riduzione delle separazioni geografiche tra mercati, la rimozione degli ostacoli alla circolazione dei capitali e delle informazioni, la formazione di differenziali competitivi e di costo» ⁽⁷⁰⁾. Tale evoluzione ha ovviamente riguardato non solo l’interesse posto dalle imprese (e dai regolatori) nei confronti della materia in esame, ma ha anche impattato in maniera rilevante – come già detto – sulle strutture *fisiche* delle imprese stesse (oltre che sulle modalità di supervisione).

L’apertura dei mercati e la sempre più intensa interazione fra imprese ha imposto il ripensamento dei tradizionali modelli di business, sotto tutti i profili dell’organizzazione aziendale e, in particolare, con riferimento alla «integrità della gestione (...) in un’ottica di recupero di efficacia delle relazioni con gli *stakeholder*» ⁽⁷¹⁾ (rappresentati in primo

⁽⁶⁹⁾ In questi termini ALPA, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in Rivista trimestrale di diritto dell’economia, scaricabile dal sito www.rtde.luiss.it, 2009, p. 84.

⁽⁷⁰⁾ BOSETTI, *Corporate governance e mercati globali*, Milano, 2011. Secondo un pensiero conforme BROGI, *Corporate governance e sistema dualistico per banche e assicurazioni*, Roma, 2008, p. 19.

⁽⁷¹⁾ BOSETTI, *Corporate...*, op. cit.

luogo dai soci). Per individuare, a livello generale, gli impatti della globalizzazione di cui ci occupa sulla vita aziendale delle organizzazioni bancarie, quest'ultima deve essere riguardata sia *nella fase costitutiva* dell'impresa – in cui il sistema viene definito, in tutte le sue componenti – sia *nel corso della normale operatività*, in cui è possibile verificare l'efficace ed efficiente funzionamento degli assetti di governo societario, disegnati sulla base delle previsioni e ipotesi fatte nel momento di creazione degli stessi.

Nel valutare gli effetti della globalizzazione sulla corporate governance della generalità delle imprese, la letteratura da sempre si divide in due differenti filoni di pensiero, i cui contenuti si ritiene possano essere fatti valere – con le dovute specificazioni ⁽⁷²⁾ – anche per le organizzazioni bancarie. La dicotomia che di qui a poco si avrà modo di rappresentare, muove dalla considerazione che la «globalizzazione (abbia) posto in discussione i sistemi di governance adottati a livello mondiale, rimarcando il gap tra globalità dei mercati e convergenza dei sistemi di corporate governance e di vigilanza esterna» ⁽⁷³⁾.

Ecco, dunque, che da un lato vi sono le teorie relative alla cd. *global convergnece*, il cui elemento fondante (declinato a vario titolo in funzione degli autori e del focus di analisi, sia tematico che geografico) risiede nella concezione che la competizione fra imprese, che adottano sistemi di governo societario differenti ed operano in diversi paesi, spinge verso la convergenza delle legislazioni e delle prassi di mercato ⁽⁷⁴⁾. Dall'altro lato, vi sono invece le teorie relative alla cd. *path dependence*, secondo cui – sebbene vi sia una spinta verso la convergenza – le economie avanzate variano in relazione alle strutture di governance in esse presenti e continueranno (anche nel

⁽⁷²⁾ A questo proposito si rimanda al capitolo successivo.

⁽⁷³⁾ BOSETTI, *Corporate...*, op.cit.

⁽⁷⁴⁾ BRANSON, *The very uncertain prospect of "global" convergence in corporate governance*, Cornell International Law Journal, Vol. 34, p. 321, 2001. Scaricabile dal sito web SSRN: <http://ssrn.com/abstract=244742>, p. 4, e bibliografia ivi citata. L'autore prende a riferimento il modello statunitense, quale punto di partenza per valutare la capacità di altri sistemi nazionali (o sovranazionali, si pensi ad esempio all'Europa) di convergere con il *framework* regolamentare d'oltre oceano ovvero con le *best practices* da esso rivenienti.

continuo) a mostrare delle differenze ineliminabili ⁽⁷⁵⁾. A ben vedere, i confini fra l'una e l'altra linea di pensiero non sono delineabili con precisione; di fatto entrambe coesistono e anzi, considerate nella loro complessità, aiutano a spiegare al meglio le evoluzioni vissute dai modelli organizzativi delle imprese di tutto il mondo, nonché le uguaglianze o le differenze nel diritto societario dei paesi chiamati a regolarle.

Si ritiene, infatti, che la teoria della cd. convergenza globale sia in grado di descrivere il *fenomeno generale* che interessa le legislazioni e le prassi di mercato in materia di corporate governance (protese verso un progressivo avvicinamento); questa, come si avrà modo di spiegare meglio in seguito, non può tuttavia essere applicata a tutte le economie del mondo, ma ha come sue protagoniste le sole economie avanzate, vale a dire quegli ordinamenti che già nel momento di spinta verso l'esterno e di apertura dei mercati erano strutturati in una maniera tale da trasmettere e assorbire le proprie e altrui caratteristiche (in altre parole: in grado di avviare e sostenere un produttivo confronto e una efficace, seppur con certi limiti, compenetrazione di norme e principi). La *path dependence* è invece utile a spiegare non solo le differenze esistenti – come si accennava poc'anzi – fra le economie avanzate e le altre (in via di sviluppo ⁽⁷⁶⁾), ma anche quelle osservabili fra economie avanzate stesse, protese comunque verso la convergenza.

A questo proposito, si rimanda agli studi condotti da un'illustre dottrina, che non a caso – nella sua principale trattazione – fa esclusivo riferimento alle cd. *advanced economies* ⁽⁷⁷⁾. In essi è possibile ritrovare tutti gli elementi essenziali della teoria della cd. *path dependence*, il cui fulcro è rappresentato dalla considerazione secondo cui «*a country's pattern of ownership structures at any point in time depends partly on the patterns it*

⁽⁷⁵⁾ Sul punto, per tutti, BEBCHUK e ROE, *A theory of path dependence in corporate ownership and governance*, in Stanford Law Review, Vol. 52, pp. 127-170, 1999, e in Columbia Law School, Center for Studies in Law & Economics Paper No. 131, s.a.; disponibile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=202748> e da ultimo rivisto nel 2009.

⁽⁷⁶⁾ Cfr. *Infra*.

⁽⁷⁷⁾ Cfr. BEBCHUK e ROE, *A theory of...*, op. cit., *passim*.

had earlier». In altre parole, quello che è successo nel passato influenza in maniera significativa le possibilità di cambiamento odierna, cosicché le attuali scelte possibili dipendono significativamente dalle scelte pregresse. In questo ambito, è possibile individuare due possibili fonti di *path dependence*:

1) la prima, definita come *structure-driven path dependence*, riguarda l'effetto diretto che le strutture di corporate governance di origine hanno sulle strutture adottate successivamente;

2) la seconda, definita come *rule-driven path dependence*, deriva invece dai vincoli al cambiamento (sia delle strutture che delle norme) imposti dal permanere di un determinato impianto regolamentare che disciplina le relazioni fra l'impresa, i suoi amministratori, investitori, azionisti e contesto di riferimento.

Più avanti si avrà modo di ricondurre su un unico binario di pensiero le considerazioni riguardanti le teorie sulla *global convergence*, che seguono, e quelle sulla *path dependence*, poc'anzi accennate.

Usando una formulazione che si ritiene particolarmente appropriata, secondo la teoria della *global convergence* «a Darwinian struggle becomes inevitable, out of which the most efficient form should emerge dominant» ⁽⁷⁸⁾. A ciò si lega l'ulteriore considerazione che vede la *global convergence* (vale a dire il *dominio* del modello più efficiente sugli altri) assumere due possibili forme. Da un lato, la cd. *formal convergence* postula l'affermazione della disciplina legale di un paese in tutti gli altri, nel resto del mondo, in ragione di una potenza normativa in grado di esprimersi anche in ordinamenti diversi da quello di origine; dall'altro vi è invece la cd. *functional convergence*, alla base della quale soggiace la capacità di alcune prassi di mercato (affermatesi in un paese ovvero frutto dell'aggregazione di prassi rivenienti da ordinamenti diversi e considerate ottimali a livello generalizzato) di affermarsi ed essere declinate in maniera piuttosto

⁽⁷⁸⁾ COFFEE, *Convergence and its critics: what are the preconditions to the separation of ownership and control?*, p. 4.

uniforme nei diversi paesi del globo ⁽⁷⁹⁾. Ad una prima impressione, i limiti insisti nella cd. convergenza formale sono probabilmente più lampanti: vi sono delle differenze *di diritto*, potremmo dire, che sono ineliminabili e, in quanto tali, difficilmente potranno trovare una strada comune verso l'uniformazione. A queste si aggiungono poi differenze culturali e politiche, sicché non è semplice immaginare – pur protraendo la mente e le idee molto più avanti, nel tempo – un ordinamento giuridico globale che sostenga il peso di innumerevoli popoli, ciascuno con la propria storia e le proprie abitudini.

Quanto precede è in parte funzionale a spiegare le motivazioni del perchè, in letteratura, si è portati a ritenere che la «*functional convergence will dominate formal convergence*» ⁽⁸⁰⁾ e che, allo stesso tempo, «*globalization (...) portends convergence but it will not be global*». Partendo da quest'ultima linea di pensiero (che si ritrova costante nel lavoro di un insigne studioso ⁽⁸¹⁾), dunque, la globalizzazione è una delle spinte motrici

⁽⁷⁹⁾ Come meglio spiegato da BRANSON, con riferimento al contesto americano «*the only debate involves questions such as whether convergence will be “formal”, in the sense of adoption of U.S. style corporate legal regimes throughout the world, or “functional”, in the sense of a worldwide accord as to best practices*» (cfr. *The very uncertain prospect...*, op. cit., p. 4).

⁽⁸⁰⁾ COFFEE, *Convergence...*, op. cit. p. 1. Dell'autore non si condivide tuttavia l'idea secondo cui «*the principal mechanism of functional convergence may be private self-regulation*», dal momento che neppure le regole di auto-disciplina ... collegare al discorso sulla crisi. Lo stesso autore, in un altro scritto, dà diversa forma a questo medesimo concetto, affermando che «*functional convergence may well trump formal convergence, but the open question that his analysis leaves unresolved is how far functional convergence can proceed before it encounters inflexible legal barriers. When these barriers are encountered, the problem here noted is that the globalization of capital markets actually increases the disconnect between economic ownership and political representation. In turn, this disassociation disables shareholders from becoming effective political actors. Concomitantly, globalization may increase the competitive pressures for convergence, but it also may heighten some of the political barriers to convergence*» (1999).

⁽⁸¹⁾ BRANSON, *The very uncertain prospect...*, op. cit., p. 5 ss. In generale, l'osservazione che – più delle altre – è in grado di trasmettere l'opinione di Branson è quella secondo cui: «*there is no massive “global” convergence in corporate governance. At best the evidence is of some incomplete trans Atlantic convergence with an outlier here and there. And there never will be anything resembling global convergence. The “global convergence in corporate governance” scholarship tramples on the diversity of cultures present in the world in*

della convergenza (di qualsiasi tipologia); convergenza che tuttavia non può essere *globale*, dal momento che «*in this world there are many cultures, many types of economies, and 6 billion persons whom the global convergence advocates ignore*». Da questa considerazione ne discende un'altra, che ha riguardo alle differenze che – da un punto di vista (anche) giuridico – nel mondo ancora persistono. Ai cd. paesi industrializzati si contrappongono le economie in via di sviluppo. Se i primi hanno ormai forme di governo stabili e meccanismi di formazione delle norme consolidati, cui si legano regole universalmente accettate (almeno nella loro conformazione e provenienza), i secondi sono in evolvere e coinvolti solo marginalmente nella ricerca di omogeneizzazione diretta dai paesi industrializzati. Questi ultimi sono, dunque, quelli più interessati dal “processo di convergenza” che ad oggi interessa il mondo; l'emergere delle economie in via di sviluppo – sebbene assuma primario rilievo da un punto di vista economico (essendo queste le uniche che presentano tassi di crescita positivi e costanti) – ancora non è considerato un fatto tanto importante da riguardare le stesse anche sotto un profilo normativo. In altre parole, si ritiene che oggi il diritto (inteso come insieme di previsioni sia di auto che di etero-regolamentazione) si muova in una direzione di uniformità per una sola parte del globo e che, per questo, non possa appunto considerarsi generalizzato.

5. Le turbolenze finanziarie e la corporate governance (cenni)

In un moderno contesto di mercato, il buon governo societario delle banche assume fondamentale importanza non soltanto in relazione alla stabilità del sistema bancario, ma anche – e soprattutto – a quella del sistema economico e finanziario considerato nel suo complesso. Ciò è ancor più vero, come sappiamo, alla luce dei segnali rivenienti dalle recenti

precisely the manner for which American ideas have long been regarded with suspicion. (...) For many of those cultures and those economies, United States style capitalism or corporate governance, or many other westernizing influences for that matter, will never penetrate social and governmental barriers against them. In other cultures and economies great resentment exists toward United States economic imperialism and Americocentric notions of the United States as the universal nation that, as unstated premises, underlie much of the global convergence scholarship. (...) there is significant opposition to globalization of anything, whether lead by the United States or otherwise ».

turbolenze finanziarie (innescate dalla crisi americana dei mutui *subprime* e arrivate al loro culmine a cavallo degli anni 2008-2009 e i cui effetti sull'economia reale si stanno manifestando con tutta la loro veemenza negli ultimi tempi); segnali che hanno dato impulso alla definizione di interventi strumentali al superamento delle situazioni di criticità dei sistemi economici globali. Lo studio di una tematica così importante deve necessariamente riferirsi al contesto europeo ed internazionale dal quale promana e con il quale è chiamata a confrontarsi costantemente. Un punto che più degli altri merita di essere approfondito è quello relativo alla coerenza fra gli interventi regolamentari e l'autonomia imprenditoriale che gli stessi vogliono dichiaratamente preservare. In particolare, sarà di estrema rilevanza l'analisi dell'evoluzione dei modelli di governo societario e le risposte delle autorità di vigilanza e degli organismi di controllo a tale evoluzione, che si avrà modo di analizzare nel capitolo successivo.

Come abbiamo avuto modo di dire nei paragrafi precedenti, gli studi in materia di corporate governance hanno concentrato la propria attenzione sulla separazione fra la proprietà e il controllo delle imprese e, ancor più in particolare, sui rischi connessi all'espropriazione dei diritti agli azionisti (soprattutto di minoranza). La recente crisi finanziaria impone tuttavia di modificare il punto di osservazione sugli assetti organizzativi e di governo societario delle imprese e ci porta a riflettere sulla validità dei sistemi sin qui analizzati di fronte ad eventi traumatici, che rischiano di minarne la solidità. In generale, si ritiene che un tema complesso (quale quello della crisi) debba metodologicamente fondarsi sui raffronti con il passato: a questo scopo, l'unico grande vero avvenimento sistemico paragonabile a quello degli anni più recenti è rappresentato dalla crisi del 1929. In dottrina il confronto fra le due è stato ampiamente dibattuto e ha avuto modo di mettere in evidenza – per il tramite degli sviluppi legislativi, regolamentari e di supervisione susseguenti la predetta crisi – le differenze che hanno impedito alla “crisi contemporanea” di trasformare la grande recessione in grande depressione ⁽⁸²⁾. Il confronto rivela la diversità di approccio delle

⁽⁸²⁾ Si vedano, per tutti, CAPRIGLIONE, *Crisi a...*, op. cit., *passim*; DRAGHI, *Globalizzazione e...*, op. cit., p. 4; secondo una prospettiva più ampia, che riguarda alle crisi finanziarie che

autorità internazionali in risposta alle difficoltà, grazie anche alla capacità di comprendere immediatamente – a differenza del passato – le cause della crisi e tutti i possibili rimedi; la cooperazione internazionale è da molte parti riconosciuta come uno dei fattori che hanno aiutato ad intervenire con prontezza ⁽⁸³⁾, evitando conseguenze ben peggiori di quelle che oggi stiamo vivendo appieno.

Negli anni più recenti, le cause della attuale crisi finanziaria sono state ampiamente dibattute dalla letteratura economica di tutto il mondo; da più parti, si è avuto modo di osservare come queste risiedano in una molteplicità di fattori concorrenti, riconducibili in via generale all'elevato grado di finanziarizzazione dell'economia ⁽⁸⁴⁾e alla crescente interconnessione dei mercati, cui non sempre si è accompagnata una adeguata attività politica, tale da sostenere gli stessi con adeguati meccanismi normativi di collegamento sostanziale; solo secondariamente, assumono rilievo i fattori scatenanti veri e propri della crisi, tra cui i processi distorti di allocazione dei cd. mutui *subprime* o le degenerazioni connesse con la sempre minore trasparenza di prodotti complessi, quali quelli derivati. Nell'ambito dell'analisi economica dei più disparati autori sono stati ipotizzati numerosi metodi di intervento e risoluzione della crisi, legati – in alcuni casi – alla corporate governance delle imprese (e, più in particolare delle banche); le differenti componenti dei sistemi di organizzazione e governo societario sono divenuti infatti uno degli strumenti per l'individuazione delle variabili della crisi stessa, su cui fare perno nella revisione dell'impianto disciplinare vigente al momento dell'esplosione delle predette turbolenze finanziarie, al fine di compiere scelte strategiche consapevoli e assicurare una efficace gestione dei rischi.

In questa logica, è importante differenziare la tipologia e la natura degli interventi proposti dai legislatori comunitario e nazionale, nonché dai

vanno ben più indietro nel tempo rispetto ai primi anni del novecento (come la celeberrima crisi dei tulipani), si rimanda all'analisi economica di GALIMBERTI, *Economia e pazzia. Crisi finanziarie di ieri e di oggi*, Bari, 2003.

⁽⁸³⁾ DRAGHI, *Globalizzazione e...*, op. cit., p. 4.

⁽⁸⁴⁾ Su questo punto si rimanda al Capitolo III, par. 1.

principali organismi di regolazione internazionali in risposta alla crisi; i rimedi attuali devono essere valutati nella loro capacità di perdurare oltre i confini temporali della crisi medesima ovvero, contrariamente, con riferimento al loro carattere transitorio e alla conseguente efficacia limitata nel tempo (stante l'eccezionalità degli eventi che ne sono a fondamento) ⁽⁸⁵⁾. Ed invero, questa differenziazione assume particolare rilievo se si guarda ai meccanismi di corporate governance che, per loro natura, hanno carattere primariamente strutturale (dovendosi impiantare in un'organizzazione stabile, quale quella societaria) e dunque mal si prestano a interventi di breve periodo; tale carattere strutturale attiene anche agli interventi normativi e di supervisione attinenti la medesima materia, la cui definizione, introduzione ed entrata in vigore difficilmente può essere immaginata come servente ad una disciplina limitata nel tempo e negli effetti. L'unica eccezione, in questo panorama, è rappresentata dalle misure (cd. anticrisi) finalizzate a ristabilire il rapporto di fiducia fra il sistema finanziario ed i suoi fruitori e, ancor prima, a ripristinare il corretto funzionamento dei mercati e a garantire adeguata stabilità al sistema considerato nel suo complesso; misure dalla cui menzione non si può prescindere, in ragione del loro impatto – in alcuni casi anche molto rilevante – sulla governance delle imprese coinvolte. Si pensi ad esempio ai processi di nazionalizzazione e ai programmi di sostegno finanziario ⁽⁸⁶⁾,

⁽⁸⁵⁾ CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, 2009, p. 4.

⁽⁸⁶⁾ Il più importante è senza dubbio il *Troubled Asset Relief Program* (TARP) del governo americano, avviato nel 2008 e indirizzato a una pluralità di imprese statunitensi appartenenti al settore finanziario, assicurativo, automobilistico; ad ottobre 2010, la linea di aiuti programmata è stata chiusa e le norme in esso contenute, ivi comprese quelle relative alle politiche di remunerazione (cfr. *infra*, Cap. IV), vengono meno e rimangono valide per i soli soggetti i cui programmi di assistenza non si sono ancora conclusi. In esso erano contenuti alcuni divieti espliciti per i soggetti che accedevano ai programmi di assistenza governativi; a questo proposito si rinvia alla lettura del *Quarterly Report to Congress* del 27 ottobre 2011 (in particolare pp. 10, 11 e 30), predisposto dall'agenzia governativa (*Special Inspector General for the TARP – SIGTARP*) incaricata della valutazione, nel continuo, dell'andamento (e del rispetto) dei fondi erogati a tenore del TARP.

rivolti in special modo alle banche e alle istituzioni finanziarie ⁽⁸⁷⁾, avviati a livello internazionale. Da un punto di vista gestionale, la partecipazione pubblica al capitale delle banche ha determinato significativi mutamenti nelle strategie degli intermediari e nei loro assetti di governance.

Altre tipologie di interventi, che si innestano sul sostrato normativo già esistente, e mirano a dare maggiore incisività all'applicazione di regole vigenti, sono invece di più difficile valutazione, proprio in mancanza di questo carattere autonomo ⁽⁸⁸⁾; mentre si ritiene che altre, che prendono indubbiamente le mosse dalle recenti turbolenze finanziarie, probabilmente sarebbero state assunte indipendentemente dagli effetti contingenti della crisi (e dalle aspettative, in particolare dell'opinione pubblica, circa l'adozione di pronti interventi correttivi delle evidenti distonie del settore finanziario).

⁽⁸⁷⁾ Si fa in particolare riferimento alla nazionalizzazione delle banche inglese (*Northern Rock* e *Bradford & Bingley*) e alla partecipazione del governo britannico nel capitale di due importanti istituzioni finanziarie (*Royal Bank of Scotland* e *Lloyds Banking Group*), che hanno dettato grande interesse, primariamente in ragione degli effetti rilevanti sulla concorrenzialità del mercato e sul piano della conformità dell'intervento pubblico al contesto regolamentare interno e comunitario.

⁽⁸⁸⁾ Si hanno in mente le differenziate comunicazione al sistema e i chiarimenti su normative già esistenti effettuate dalle autorità di supervisione

CAPITOLO III

LA CORPORATE GOVERNANCE DEGLI ENTI CREDITIZI

SOMMARIO: 1. Le specificità delle banche e dei modelli di governance bancaria – 2. Il ruolo delle previsioni legislative e regolamentari nel sostegno ad una ottimale governance bancaria – 3. Gli interventi legislativi in ambito nazionale – 3.1 Le previsioni in materia di corporate governance – 3.2 Le norme “indirette” di corporate governance: la disciplina sugli assetti proprietari... – 3.3 *Segue:* ...e le operazioni con parti correlate (cenni) – 3.4 Le politiche di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi: i motivi di tanta attenzione – 4. Gli interventi disciplinari in ambito internazionale

1. Le specificità delle banche e dei modelli di governance bancaria

La tematica della corporate governance assume particolare rilievo nel riferimento agli enti creditizi; essa, infatti, dipendendo fortemente dalla tipologia soggettiva degli intermediari interessati e incidendo direttamente sulle modalità operative degli stessi, assurge a strumento indispensabile per lo sviluppo aziendale e del sistema finanziario considerato nel suo complesso. In qualunque economia evoluta, le banche rappresentano un «indicatore fondamentale dello stato di salute» dello stesso, e ciò è ancor più vero in Italia, paese da sempre caratterizzato da un sistema fortemente banco-centrico ⁽⁸⁹⁾; ed invero, le banche incarnano una delle principali fonti di sviluppo, il canale di allocazione del capitale e delle risorse finanziarie necessarie per il corretto funzionamento dei mercati e delle imprese.

Partendo da tale premessa, nel corso del presente capitolo si cercherà di dare evidenza al tema dei conflitti di interesse nelle banche, di cui si è avuto modo di dire nel capitolo precedente con riferimento alla generalità delle imprese. Si cercherà inoltre di guardare alle principali variabili organizzative sulle quali fare perno per definire strutture, risorse e metodologie in grado di assicurare scelte strategiche consapevoli e una efficace gestione dei rischi. Ciò posto, si analizzerà il ruolo delle regole nella definizione e nella ricerca di dette variabili, cercando di porre le basi per la valutazione del *trade-off* fra vincoli e principi, vale a dire fra indicazioni coercitive e non, che occuperà il quarto e ultimo capitolo del presente lavoro.

Alla fine del precedente capitolo, abbiamo avuto modo di osservare come i sistemi di organizzazione e controllo societario siano in corso di revisione a seguito dei recenti eventi di crisi che hanno colpito l'economia globale, richiamando l'attenzione dell'opinione pubblica, delle autorità politiche, del regolatore e dei soggetti vigilati stessi sulla necessità di ripristinare modelli produttivi sani e prudenti, improntati a canoni effettivi di trasparenza e correttezza delle relazioni interne ed esterne all'impresa bancaria. E' indubbio, infatti, come i modelli di governance sino a qui adoperati non abbiano funzionato adeguatamente nel presidiare i rischi e

⁽⁸⁹⁾ In questi termini RIVA, *Una cupola in banca*, editoriale de *L'Espresso*, 17 giugno 2011.

garantire una efficiente strumentazione di *check and balances*. Allo stesso modo, l'azione pubblica di vigilanza sui sistemi finanziari non è stata evidentemente in grado di prevenire gli eccessi di un'operatività slegata da principi di sana e prudente gestione, omettendo forse di considerare pienamente il ruolo imprescindibile di ottimali strutture di organizzazione interna e solidi meccanismi di prevenzione e gestione dei conflitti di interesse. Pur con le doverose differenziazioni fra sistemi di vigilanza più robusti (*rectius*: più severi) e altri, orientati a una maggiore autonomia degli intermediari – e, dunque, a un controllo non sufficientemente pervasivo sugli stessi –, la crisi insegna come l'ostruzione del canale bancario (con la conseguente perdita di fiducia nel sistema finanziario, nella solidità delle banche, nei mercati) sia il più grave ostacolo ad una ripresa economica generalizzata, pronta ed efficace ⁽⁹⁰⁾.

Il ruolo di primo piano giocato dalle banche e le strette connessioni che esse intrattengono con le imprese (poste in una relazione di “quasi dipendenza” dagli enti creditizi stessi), ha un forte impatto sulla governance bancaria, che deve necessariamente essere orientata alla gestione della accresciuta complessità relazionale con il mondo esterno. In questo senso, assume valenza il concetto di “finanziarizzazione dell'economia”, con il quale viene indicato – in termini relativi – il “peso” del settore finanziario rispetto agli scambi produttivi di un paese ⁽⁹¹⁾; tale valore, molto cresciuto negli ultimi decenni, è rappresentativo di come l'evoluzione della finanza guidi, nel bene e nel male, l'andamento dell'economia reale. Come si è avuto

⁽⁹⁰⁾ Sul punto si veda DRAGHI, Intervento a margine del 15° Convegno AIAF - ASSIOM - ATIC FOREX, Milano, 21 febbraio 2009, p. 17. L'allora Governatore della Banca d'Italia aveva modo di osservare come dovessero porsi fra le priorità dei governi, delle autorità monetarie e di vigilanza, delle banche e degli operatori finanziari tutti, il ritrovamento della fiducia ormai persa e un sostegno decisivo «per uscire dal gorgo della crisi senza perdere di vista la sponda da raggiungere».

⁽⁹¹⁾ Il tasso di *finanziarizzazione* dell'economia è dato dal rapporto tra il complesso degli strumenti finanziari in circolazione in un determinato periodo (azioni, crediti, etc.) e il prodotto lordo di un singolo paese o dell'economia mondiale. Da tale rapporto ne discende la relazione economico fra la sfera della finanza e quella della produzione, fra le quali – come si è affermato e si crede – esiste una connessione. Anche nel primo capitolo, si è avuto modo di posare lo sguardo sullo sviluppo degli scambi commerciali quale variabile fondamentale della formazione e diffusione delle attività finanziarie.

modo di osservare nel secondo capitolo, la spinta dell'attività economica dei privati oltre i confini nazionali ha imposto un progressivo ripensamento delle modalità di sostegno finanziario per gli stessi; sostegno che, coerentemente, ha dovuto travalicare (insieme alle strutture organizzative ad esso finalizzate) gli spazi fino a quel momento conosciuti, per estendersi e ritrovarsi in nuovi contesti di riferimento. Alla maggiore «integrazione e interdipendenza tra mercati e operatori finanziari» è corrisposto, come preventivabile, un aumento del cd. «rischio «sistemico», e con ciò la possibilità che la crisi di singoli soggetti economici o di settori limitati dei mercati (...) possa ripercuotersi negativamente sul sistema finanziario nazionale, con possibili effetti «contagio» sul piano regionale o globale» ⁽⁹²⁾. In questa logica di stretta interdipendenza viene dunque in considerazione il fatto che banche e imprese siano attori di uno stesso mercato, in quanto tali coinvolte – in linea di massima – dalle stesse vicende (si pensi ad esempio agli effetti dell'economia reale su entrambe, all'andamento dei corsi azionari, etc.); entrambe sono dunque chiamate ad affrontare le medesime sfide, pur non trovandosi mai in una posizione di contrapposizione competitiva.

Ecco dunque che la governance delle banche si arricchisce di una ulteriore variabile, rappresentata dal fatto che esse debbano perseguire – anche per il tramite della propria organizzazione, a tal fine preposta – la massimizzazione della soddisfazione di più agenti economici; soddisfazione che ha riguardo anche, e soprattutto, alla “responsabilità” che le banche stesse e le loro strutture interne (*rectius*: le persone poste ai loro vertici) non

⁽⁹²⁾ In questi termini ADINOLFI, *Le recenti evoluzioni in seno al fmi tra crisi economico-finanziaria e processi di governance economica internazionale*, in Dir. comm. internaz., 2011, 02, 271, par. 7. L'autrice, nella disamina degli impatti del processo di finanziarizzazione sull'assetto della *governance* economica internazionale e del ruolo giocato dagli Stati e dalle organizzazioni intergovernative, ha inoltre modo di osservare che la «questione della *governance* economica internazionale (...sia...) intesa come l'insieme dei processi, non sempre ascrivibili alla realtà del diritto positivo, che, coinvolgendo attori differenti, determinano i contenuti e le modalità dell'integrazione economica tra Stati, la quale non solo investe le economie reali attraverso l'interscambio commerciale di beni e servizi, ma ha assunto negli ultimi decenni una significativa dimensione finanziaria» (par. 1).

limito la propria operatività al perseguimento degli obiettivi di profitto serventi al solo benessere dell'impresa bancaria medesima.

D'altro canto, vengono in rilievo anche le riflessioni attinenti al pericolo – per le banche – che indesiderate commistioni distorcano il processo di allocazione delle risorse, aumentino l'esposizione a rischi non adeguatamente misurati e comportino potenziali danni per depositanti e azionisti; pericolo dal quale ci si deve proteggere con sistemi di organizzazione e controllo in grado di presidiare efficacemente tutti i rischi derivanti da possibili situazioni di conflitto di interesse, tali da compromettere «l'oggettività e l'imparzialità delle decisioni» strategico-operative assunte dalla banca stessa (e.g. compimento di determinate transazioni, allocazione delle risorse finanziarie, concessione dei finanziamenti, etc.) ⁽⁹³⁾.

Secondo quanto appena brevemente delineato, si vuole ora provare ad inquadrare gli aspetti della governance bancaria ritenuti più significativi, in relazione ai recenti interventi normativi sulla materia e alle prospettive disegnate dall'Europa e dalla comunità finanziaria internazionale.

2. Il ruolo delle previsioni legislative e regolamentari nel sostegno ad una ottimale governance bancaria

Alla luce delle considerazioni che precedono, è analisi ovvia quella secondo cui le strutture di vertice delle imprese bancarie – affinché possano consentire alle banche stesse di operare secondo i canoni della sana e prudente gestione e manovrare adeguatamente ogni possibile fonte di conflitto di interesse – devono essere coadiuvate da un sostrato giuridico e regolamentare sufficientemente solido, che contempi l'esistenza di un adeguato apparato istituzionale di vigilanza bancaria, chiamato a eliminare qualsiasi impedimento all'efficiente funzionamento dei sistemi di governance bancaria e alla parità di trattamento (e competitiva) fra tutti gli attori di un medesimo mercato. In questa prospettiva, è possibile notare

⁽⁹³⁾ Cfr. Banca d'Italia, documento di seconda consultazione in materia di “Attività di rischio e conflitti di interesse delle banche e dei gruppi bancari nei confronti di soggetti collegati”, maggio 2010, p. 6 e ss.

come, sotto il profilo delle regole, se è vero che – come vedremo a breve – le banche sono prima di tutto imprese e, in quanto tali, devono sottostare alla disciplina civilistica prevista per la generalità delle società, è altrettanto vero che – soprattutto negli anni più recenti – il comparto bancario è un laboratorio di principi e regole speciali, destinate in prospettiva ad applicarsi alla generalità delle imprese. In altre parole, assistiamo in alcuni casi ad un procedimento normativo *induttivo* che porta dal particolare (ossia da regole speciali designate per le banche) al tutto (ossia a regole universali applicabili all'organizzazione di qualsivoglia tipologia di impresa).

A maggior ragione, quindi, la legislazione bancaria dovrà perseguire l'obiettivo ultimo della coerenza delle norme, vale a dire del raccordo delle diverse previsioni in materia di corporate governance afferenti l'un campo del diritto piuttosto che l'altro. Con ciò si vuole fare espresso riferimento alla convergenza della regolazione speciale disegnata per le banche con quella generale del diritto commerciale (cui poi si aggiungono quello contabile, della concorrenza, e così via) ⁽⁹⁴⁾. Detta convergenza deve essere ricercata non solo nell'ambito del quadro normativo esistente in un singolo paese, ma anche nel confronto internazionale con gli altri ordinamenti, vale a dire in maniera trasversale a livello di sistema economico-finanziario globale. In questo senso, infatti, l'apertura delle economie nazionali e la sempre più rilevante presenza di operatori *cross-border* spingono verso una coerenza sostanziale delle *regole applicabili*, al fine di evitare possibili arbitraggi regolamentari e disparità concorrenziali. Ed invero, la ricerca di tale coerenza sembra muovere l'operato dei regolatori internazionali; coerentemente con questa prospettiva, già nel 2006 (secondo una formula poi riaffermata anche in sede di revisione dei principi) il Comitato di Basilea aveva modo di riconoscere una fondamentale verità riguardante la disciplina della corporate governance degli enti creditizi, affermando che: «le disposizioni in materia di governance, così come i sistemi giuridici e

⁽⁹⁴⁾ In letteratura, il tema è stato ampiamente dibattuto. Si vedano ad esempio: BROGI, *Corporate governance e sistema dualistico per banche e assicurazioni*, Roma, 2008; DELL'ATTI, *Le implicazioni della riforma del diritto societario nelle banche*, Foggia, 2006; CERA, *Capogruppo bancaria e nuovo diritto societario. Prime valutazioni*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, Vol. 18, n. 2, pt. I, 2004, pp. 171-184.

regolamentari, variano considerevolmente da un paese all'altro. Ciononostante, è possibile conseguire un sano governo societario indipendentemente dalla configurazione assunta da un'impresa bancaria, a condizione che siano presenti alcune funzioni essenziali» ⁽⁹⁵⁾. Lo stesso Comitato cercava poi, come anche 2010, di dare contenuto più specifico a questa affermazione e rinveniva in quattro diverse forme di supervisione le parti fondamentali da integrare in un sistema ottimale di organizzazione bancaria, al fine di garantire un adeguato sistema di controlli e bilanciamento dei poteri. Sono queste: 1) l'attività di supervisione condotta dal consiglio di amministrazione o dal *supervisory board*; 2) quella portata avanti da parte di individui non coinvolti nella gestione corrente delle varie aree operative (cd. sono questi soggetti indipendenti o non esecutivi); 3) la supervisione gerarchica diretta delle varie aree operative; 4) l'attività posta in essere dalle funzioni indipendenti di gestione del rischio (*risk management*), controllo della conformità (*compliance*) e revisione interna (*internal audit*). Ciascuna delle attività che precedono è dunque assegnata, in linea teorica, a soggetti differenti, cosicché non vi sia una sovrapposizione di ruoli e responsabilità né la possibilità che si ingenerino commistioni e conflitti di interesse. Questi soggetti (e la supervisione da essi svolta) sono parte di un tutto, poiché l'interezza dell'organizzazione aziendale e l'effettività dell'operatività sono date dalla sommatoria delle quattro forme di supervisione. Ciò posto, si ritiene che le «funzioni essenziali» che promanano dall'interno debbano integrarsi anche con i «sistemi giuridici e regolamentari» con cui si interfacciano all'esterno, che ne influenzano le caratteristiche e ne disegnano il cammino da percorrere. In quest'ottica, il personale assegnato a posizioni chiave deve possedere i necessari requisiti di professionalità e onorabilità, sì da poter svolgere le proprie mansioni al meglio. I criteri di professionalità e onorabilità sono un esempio di come l'ambiente esterno impatti in modo rilevante sull'organizzazione interna; essi infatti aiutano a delineare l'essenza delle figure di vertice dell'impresa

⁽⁹⁵⁾ Cfr. COMITATO DI BASILEA PER LA VIGILANZA BANCARIA, *Rafforzamento del governo societario nelle organizzazioni bancarie*, 2006, p. 5, come poi successivamente riaffermato nel documento rivisto di ottobre 2010.

bancaria, non solo indicando in maniera precisa ciò che si ritiene possa essere utile alla banca stessa (professionalità), ma anche ponendo l'accento sulle presunzioni di un comportamento corretto e servente agli interessi dall'azienda e del sistema (onorabilità); entrambi questi criteri sono il portato delle aspettative del mercato nei confronti di soggetti che in esso operano, rivestendo ruoli di primario rilievo per la banca e, conseguentemente (secondo le modalità viste poc'anzi), per il mercato medesimo.

L'accennata coerenza, quindi, assume basilare rilievo per distinti ordini di fattori, primo fra tutti il ruolo – a questo punto della trattazione ampiamente discettato – assolto dalle banche all'interno del sistema economico-finanziario. Negli ultimi anni, sia a livello nazionale che internazionale, il tema della corporate governance delle istituzioni finanziarie ha assunto sempre maggiore rilievo. Sono stati numerosi, infatti, gli interventi realizzati o programmati per rafforzare le regole e i principi sui temi dell'organizzazione e del governo societario degli intermediari e superare così le inefficienze messe in luce dalla recente crisi finanziaria, anche nel riferimento alle caratteristiche dei soggetti che in essi operano. Come riconosciuto da più parti, infatti, fra le principali lacune emerse vi è stata l'incapacità degli esistenti meccanismi di corporate governance delle banche di evitare l'eccessiva assunzione dei rischi e garantire il perseguimento di strategie coerenti con gli obiettivi di lungo periodo dell'impresa ⁽⁹⁶⁾.

Consegue che il ruolo delle norme (speciali e non) è sempre stato, e a maggior ragione lo è ora, quello di «orientare gli appartenenti al settore nella scelta del modello di governance ottimale» ⁽⁹⁷⁾; ciò è obiettivo ineludibile per la salvaguardia delle diverse finalità di carattere generale connaturate all'attività imprenditoriale e, in particolar modo, bancaria. A tale ordine logico devono ascriversi tutti gli interventi afferenti la materia

⁽⁹⁶⁾ Più in generale, si ritiene che le inefficienze riscontrate nella governance delle banche abbiano rappresentato un ostacolo all'assunzione mirata e tempestiva, da parte degli intermediari, delle necessarie misure correttive.

⁽⁹⁷⁾ Così CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto...*, op. cit., p. 71.

dell'organizzazione e del governo societario, volti primariamente ad indirizzare l'operato degli intermediari verso l'efficiente allocazione delle risorse, l'aumento della fiducia nel mercato, la maggiore crescita economica, la stabilità complessiva del sistema, secondo metodologie improntate non ad un «generico scopo» ma aventi carattere sostanziale ⁽⁹⁸⁾, riferibile alla quotidiana operatività aziendale. In questa logica, oltre che dalla efficienza delle proprie strutture, la corretta funzionalità degli intermediari e dell'intero sistema bancario dipende dall'esistenza di regole certe e univoche, da quella coerenza che si è già avuto modo di rappresentare.

3. Gli interventi legislativi in ambito nazionale

Nel solco delle considerazioni sin qui espresse si ritiene debbano inserirsi le previsioni nazionali e internazionali in materia di organizzazione e governo societario degli enti creditizi: in questo paragrafo si farà espresso riferimento alle prime, interessate nei tempi più recenti da un profondo processo di rinnovamento (spesso connesso con le istanze legislative di matrice comunitaria). Assumono dunque particolare rilievo, da un punto di vista normativo, le previsioni del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385 (cd. testo unico bancario) e le relative disposizioni attuative della Banca d'Italia, riguardanti i molteplici aspetti connessi con il tema della governance bancaria. In particolare si avrà modo di analizzare, a breve, le previsioni che direttamente interessano l'ambito dell'organizzazione societaria ⁽⁹⁹⁾ e altre, vigenti ovvero di recente o prossima emanazione, che impattano su di essa ma attraverso canali disciplinari trasversali che enfatizzano il ruolo della corretta gestione bancaria quale strumento per perseguire interessi più generali di sistema

⁽⁹⁸⁾ *Ibidem*.

⁽⁹⁹⁾ Cfr. Disposizioni in materia di organizzazione e governo societario per le banche e i gruppi bancari (marzo 2008); Nota di chiarimenti in materia di governance (febbraio 2009); Comunicazione al sistema in materia di remunerazioni (ottobre 2009). Le prime due previsioni sono state modificate e l'ultima è stata interamente abrogata dal provvedimento della Banca d'Italia del 30 marzo 2011 in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari emanato, a tenore dell'art. 53 del testo unico bancario, in attuazione della direttiva 2010/76 (si veda *infra*).

(es. le novità in materia di operazioni con soggetti collegati e assetti proprietari).

Proprio per i variegati aspetti che su di essa impattano, si pensa che la corporate governance rappresenti una metodologia di analisi dell'impresa bancaria che, come per la generalità delle imprese, consente di individuarne e delimitarne gli ambiti funzionali e operativi. Si ricorda che, nel primo capitolo, i benefici privati del controllo sono stati definiti come quei vantaggi di cui possono godere coloro che gestiscono un'impresa, senza condividere gli stessi con i suoi proprietari; la loro gestione è stata ricondotta alla nota problematica dei costi di agenzia e, della quale si è cercato di analizzare le principali componenti e le loro possibili conseguenze applicative. Anche in ambito bancario la gestione dei conflitti di interesse assume primaria rilevanza, che anzi si veste di ancor più importanza in ragione della peculiare natura e attività degli intermediari bancari. Come abbiamo avuto modo di osservare, i numerosi interventi normativi che – in maniera differente e secondo una differente *ratio* – impattano sui sistemi di corporate governance delle banche, sono una testimonianza dell'accresciuta importanza che viene attribuita a questa tematica, nonché della necessità – anch'essa in parte vista – di rivedere le discipline vigenti al momento del prorompere della crisi.

In ambito nazionale, la riforma del diritto societario del 2003, come già detto, si contraddistingue per la possibilità, accordata alle imprese, di scegliere fra un numero maggiore di modelli interni di amministrazione e controllo. E' questa una circostanza particolarmente importante, in quanto riflesso della volontà del legislatore nazionale di rafforzare l'autonomia imprenditoriale dei singoli ⁽¹⁰⁰⁾; autonomia che si pone come preconditione

⁽¹⁰⁰⁾ Negli ultimi anni si è intensificato il dibattito su questo tema, che prende in particolare le mosse dalla situazione di crisi degli anni più recenti. Quest'ultima, infatti, «conferma la necessità di un rapporto fra etica ed economia» e porta alla luce le «fragilità di un modello prono a eccessi che ne hanno determinato il fallimento. Un modello in cui gli operatori considerano lecita ogni mossa, in cui si crede ciecamente nella capacità del mercato di autoregolamentarsi, in cui divengono comuni gravi malversazioni, in cui i regolatori dei mercati sono deboli o prede dei regolati, in cui i compensi degli alti dirigenti d'impresa sono ai più eticamente intollerabili, non può essere un modello per la crescita del

per il successo dell'impresa e rappresenta uno dei principi cardine che devono improntare gli interventi riformatori in materia di governance, la cui essenza deve favorire l'integrazione delle banche italiane mettendo a disposizione della stessa i mezzi per confrontarsi con realtà economiche differenti da quella nazionale. Le scelte compiute all'inizio del secolo in corso dal legislatore nazionale – che suppliscono alla mancanza di forme giuridiche diverse, riconosciute negli stessi anni in Europa quali modalità per lo svolgimento di attività delle imprese *cross-border* ⁽¹⁰¹⁾ – sono state riprese anche con riferimento al comparto bancario.

I rapporti, le relazioni, i punti di similitudine e differenza fra il diritto generale delle società e quello speciale delle banche riveste da sempre

mondo» (così DRAGHI, *Non c'è vero sviluppo senza etica*, L'Osservatore Romano, n. 155, 9 luglio 2009). Per una analisi più approfondita si vedano CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Bari, 2004, che riprende le sue considerazioni e ne amplia la portata alla luce della crisi in *Misure anticrisi tra regole di mercato e sviluppo sostenibile*, Torino, 2010. Nel primo capitolo, si è affermata l'idea che il mercato finanziario non sia auto-referenziale, ma che il suo operato debba integrarsi pienamente con tutti i settori della vita politica, sociale ed economica di un paese in vista di un interesse comune, sovraordinato a quello del singolo attore. Dato il ruolo centrale delle banche all'interno della vita di un paese e la loro imprescindibile funzione di sostegno allo sviluppo economico, quanto appena detto diviene valore fondante dell'*agere* degli enti creditizi. In questa logica, appurata la necessità che gli intermediari e i mercati non operino in una logica di auto-referenzialità, è necessario comunque riaffermarne l'autonomia, che rappresenta un prerequisito fondamentale per il perseguimento degli obiettivi funzionali alla disciplina della corporate governance.

⁽¹⁰¹⁾ Si fa qui riferimento alla disciplina della cd. *Societas Europea* (SE), vale a dire una società in forma di società per azioni europea, disciplinata dal Regolamento CE n. 2157 dell'8 ottobre 2001, realizzata con l'obiettivo di «far corrispondere il più possibile l'unità economica e l'unità giuridica dell'impresa nella Comunità», attraverso la possibilità di costituire, accanto a società di diritto nazionale, società regolate da norme di diritto comunitario direttamente applicabile in tutti gli Stati membri (cfr. *considerando* n. 6). Con essa, il legislatore europeo ha inteso promuovere una cultura societaria internazionale, intesa a realizzare «il *dictum* «a mercato europeo, società europea» (così SEPE, *La costituzione della società europea nel riferimento alle unità economico-giuridiche nazionali*, in *La nuova disciplina della società europea*, Capriglione (a cura di), Padova, 2008, p. 145 ss.). Senza entrare nel dettaglio delle scelte comunitarie e dei modelli organizzativi alla base della SE, che pure rappresentano un ottimo argomento di riflessione in merito alla materia dell'organizzazione bancaria, si rimanda alla relativa letteratura, tra cui si ricordano, per tutti: ARNÒ e CANCARINI, *La società europea*, Milano, 2007; CAPRIGLIONE (a cura di), *La nuova disciplina della società europea*, Padova, 2008.

grande attenzione per gli studiosi ⁽¹⁰²⁾. In questa sede si vogliono condurre tre brevi notazioni, che – ampliando quanto detto nel paragrafo precedente – sembrano funzionali a meglio identificare il ruolo delle norme nella ricerca di sistemi di organizzazione e governo societario ottimali, specialmente in ambito bancario. In primo luogo, si ritiene che la previsione di modelli ulteriori rispetto a quello tradizionale, mutuati dalla realtà giuridica di altri paesi, consenta alle banche di confrontarsi in maniera più aperta con le prassi osservabili in altri paesi. In seconda battuta, essa pone lo stesso legislatore e le autorità di vigilanza nazionali di fronte alla sfida di gestire una diversità di previsioni da ricondurre ad una base comune, che questa volta non deve solo mantenere alto il confronto ma anche impedire l’insorgere di disparità e arbitraggi regolamentari. Infine, la molteplicità dei modelli di governance consente al nostro paese di intervenire in maniera attiva nel dibattito regolamentare internazionale, in ragione dell’esperienza pratica maturata nell’applicazione (più o meno marcata) di molteplici modelli di amministrazione e controllo. Dei tre citati aspetti si ha evidenza nei più disparati consessi internazionali, in cui l’interazione si fonda spesso sulla definizione di norme sovranazionali di incontro fra realtà giuridiche diverse; rispetto a queste ultime l’Italia sembra porsi in una posizione di paritetico livello, potendo giovare (a differenza di altri paesi) della compresenza di modelli giuridici eterogenei che facilitano il confronto.

Riconducendo a fattore comune le considerazioni circa l’importanza dell’autonomia di scelta rimandata agli intermediari e la realtà giuridica italiana (caratterizzata da una molteplicità di modelli organizzativi), l’*indipendenza di scelta* delle banche, verso un sistema quanto più possibile rispondente alle proprie caratteristiche, è rimarcata – parallelamente alla riforma del diritto vista nel capitolo precedente – dalle leggi speciali in materia bancaria. Queste sono volte alla realizzazione di quel fondamentale equilibrio fra qualità delle norme ed efficienza del mercato, rappresentato in ultima istanza dal noto principio di proporzionalità. Come si è avuto modo

⁽¹⁰²⁾ MACCARONE, *Riforma delle società e banche*, in *La riforma del diritto societario e le banche. Nuovi modelli, nuovi strumenti: opportunità e criticità*, relazione a margine del Convegno organizzato dall’ABI, Associazione bancaria italiana, Roma, 4 giugno 2003.

di dire nel primo capitolo, questo non deve risolversi in una mera dichiarazione di intenti, ma deve tradursi nella vita concreta delle singole banche; le previsioni speciali sono preordinate a questo scopo e definiscono gli ambiti in cui gli intermediari devono muoversi, pur tuttavia ammettendo una certa flessibilità (tale da consentirne un'applicazione variegata in ragione delle dimensioni, dell'operatività, dell'apertura al contesto internazionale, e così via). Ancora una volta, quanto appena detto risulta funzionale al perseguimento di obiettivi più generali, volti prima di tutto a favorire la sopravvivenza delle banche italiane anche al di fuori dei confini nazionali, in un mercato che richiede il confronto con realtà diverse dalla propria e una pronta capacità di adattamento ai mutamenti del mercato stesso. Ciò posto si ha di seguito modo di analizzare le principali previsioni in materia di governance bancaria in ambito nazionale (secondo un approccio che distingue fra le regole direttamente identificabili come "di governance" e le altre, che sui sistemi organizzativi impattano), per poi spostare lo sguardo sul panorama esterno.

3.1 Le previsioni normative in materia di corporate governance

Anche in ambito bancario valgono le medesime considerazioni svolte per la generalità delle imprese di cui al capitolo precedente. Ci si riferisce in particolare alla necessità di valutare attentamente gli odierni assetti di governo societario degli enti creditizi senza prescindere dalla considerazione di ciò che è accaduto nel passato. Questo, del resto, ancora influenza (come è normale che sia) il presente; così ciò, se da un lato si traduce in sistemi di governo societario e assetti istituzionali delle banche ancora fortemente ancorati alla tradizione storica italiana (con tutti i pregi, ma anche i limiti che da ciò possono derivare), dall'altro consente al sistema italiano di "reggere" anche di fronte a gravi situazioni di crisi (come i tempi più recenti ci hanno dimostrato). In questa logica, appare dunque utile richiamare gli eventi che hanno interessato il sistema bancario nazionale negli ultimi 25 anni, così da poter inquadrare al meglio il contesto legislativo e regolamentare che lo contraddistingue oggi.

In Italia, il progressivo avvicinamento delle diverse realtà aziendali operanti nel paese – che ha condotto in molti casi all’aggregazione delle stesse – è stato favorito dal processo di privatizzazione avviato dalla legge 30 luglio 1990, n. 218 (cd. Legge Amato); con essa «l’elevato grado di pluralismo istituzionale che connotava il sistema bancario italiano è stato superato»; ne è derivato «un sistema bancario articolato su tre differenti tipologie: le banche s.p.a; le banche popolari e le banche di credito cooperativo» ⁽¹⁰³⁾. La legge Amato, insieme ai decreti delegati emanati successivamente dal Governo, ha segnato il passo verso una maggiore competitività delle banche italiane sui mercati nazionali e internazionali, in ragione di una visione operativa globale (sospinta anche dal recepimento, che di lì a poco sarebbe stato realizzato, della nuova normativa in tema di capitale definita da Basilea I). Con essa è stato ridefinito l’assetto istituzionale del sistema bancario italiano, essenziale soprattutto in considerazione del processo di integrazione dei mercati creditizi e finanziari (dal quale l’Italia avrebbe altrimenti rischiato di essere esclusa).

A seguito del riconoscimento della natura imprenditoriale dell’attività bancaria, è stato così rivisto anche l’assetto giuridico organizzativo delle banche italiane, volto a favorirne – fra le altre cose – l’accesso al mercato dei capitali extranazionale ⁽¹⁰⁴⁾. Si è passati da una organizzazione che è possibile definire *corporativa* ad una *di mercato*, coerentemente con il passaggio storico da una gestione dei rischi legati all’intermediazione creditizia e finanziaria (connaturato a sua volta al passaggio da un’economia mista a una di mercato, appunto) ⁽¹⁰⁵⁾. Tale mutamento di

⁽¹⁰³⁾ Cfr. SZEGO, op. cit., p. 43.

⁽¹⁰⁴⁾ Per una ricostruzione sistematica degli eventi storici che hanno caratterizzato il percorso evolutivo del sistema bancario italiano, compresi quelli relativi ai fenomeni di privatizzazione, si veda CAPRIGLIONE, *L’ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2005, *passim*, ma in particolare Tomo I, Cap. II, p. 43 ss.

⁽¹⁰⁵⁾ Si rimanda, sul punto, alla lettura di VISENTINI, *La competitività del mercato finanziario italiano: gli obiettivi e le riforme*, Relazione al Convegno Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti, Università degli studi di Napoli, 18 maggio 2007, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2007, n. 6; l’autore fotografa in chiave critica l’evoluzione del diritto del mercato finanziario italiano dagli anni ‘20 del Novecento sino ad oggi, riuscendo a dare evidenza dei limiti dell’attuale sistema, attraverso una valutazione del

prospettiva deve anche attribuirsi alla minore relazione di dipendenza che legava le imprese alle banche: le prime, grazie allo sviluppo del mercato dei capitali, avevano la possibilità di reperire i propri fondi presso il pubblico e non esclusivamente dagli istituti e dalle aziende di credito. Questi ultimi, a loro volta, hanno dovuto ampliare la gamma dei propri prodotti, la tipologia di destinatari della propria attività e, conseguentemente, i modelli di business e organizzativi.

Indipendentemente dai limiti (per la valutazione dei quali si rimanda alla citata dottrina) che il mercato finanziario italiano ancora oggi mostra – soprattutto sotto il profilo della competitività nel confronto internazionale –, si ritiene che una delle principali conseguenze dell'evoluzione che esso ha vissuto (con maggiore intensità) sul finire del secolo scorso risieda nel diverso approccio al governo dei rischi sistemici. Prima che il processo di privatizzazioni e riforme fosse realizzato, l'instabilità delle banche era gestita attraverso forme di controllo pubblico sulle stesse (volto a sottrarle agli ordinari meccanismi concorrenziali e fallimentari, poiché organizzazioni strumentali alla fornitura – da parte dello Stato – di un «servizio pubblico, secondo la formula dell'ordinamento settoriale» ⁽¹⁰⁶⁾). Nel moderno contesto di mercato invece, essendo venuto meno il potere politico sulle imprese bancarie (che altererebbe lo spirito concorrenziale del mercato e non consentirebbe ai suoi partecipanti di selezionare in maniera efficiente le migliori), gli effetti sistemici connaturati all'operatività di una banca sono disciplinati in via prudenziale, anche attraverso la previsione di adeguati meccanismi organizzativi e di governo societario volti a prevenire e gestire i rischi di fallimento e contagio.

Queste poche righe bastano a dare il senso del cambiamento vissuto dal sistema bancario italiano e aiutano, per tal via, a contestualizzare meglio gli interventi disciplinari degli ultimi tempi. Ferme restando le considerazioni relative alla riforma del diritto societario dei primi anni del secolo scorso (anch'esse preordinate agli obiettivi di gestione coerente e

passaggio storico da una «economia mista» ad una «economia di mercato» e delle riforme mancate, sia da un punto di vista strutturale che di supervisione.

⁽¹⁰⁶⁾ Cfr. VISENTINI G., op. cit., p. 2.

coordinata dei rischi), a marzo 2008 risale il primo intervento della Banca d'Italia, la quale – in forza dei poteri ad essa attribuiti degli articoli 53 e 67 del testo unico bancario – ha emanato le disposizioni in materia di organizzazione e governo societario delle banche e dei gruppi bancari ⁽¹⁰⁷⁾, seguite – negli anni successivi – da una serie di interventi volti a chiarirne la portata e a richiamare l'attenzione degli operatori sul loro pronto e puntuale rispetto ⁽¹⁰⁸⁾. Esse si ricollegano alla disciplina sull'attività di rischio e la gestione dei conflitti di interesse nei confronti di soggetti collegati (operazioni con parti correlate) e sugli assetti proprietari degli intermediari (partecipazioni “a monte”); entrambe, delle quali si avrà modo di dire nel prosieguo della trattazione, consentono di monitorare più da vicino tutti i soggetti che possono incidere direttamente o indirettamente nella gestione di un'impresa finanziaria e segnano in maniera significativa i sistemi di governance delle banche e dei gruppi bancari. Nel corso del prossimo anno, secondo quanto richiesto dall'articolo 23 della legge sul

⁽¹⁰⁷⁾ Disposizioni della Banca d'Italia in materia di organizzazione e governo societario delle banche e dei gruppi bancari, 4 marzo 2008, emanate ai sensi del decreto del 5 agosto 2004 (pubblicato in G.U. 26 agosto 2004, n. 200), con cui il Ministro dell'economia e delle finanze, in qualità di Presidente del CICR, ha emanato, su proposta della Banca d'Italia, ai sensi degli articoli 53, 67, 107 e 114-quater del Testo unico bancario (TUB), criteri generali e linee di indirizzo in materia di organizzazione e governo societario delle banche, degli intermediari finanziari iscritti nell'elenco speciale di cui all'art. 107 TUB e degli IMEL. Ad un anno dall'emanazione delle predette norme, il Governatore della Banca d'Italia aveva modo di osservare quanto segue: «rispettando l'autonomia di ogni banca nella scelta del proprio modello di governance, abbiamo promosso coerenza e unitarietà degli indirizzi, chiarezza delle regole, adeguato bilanciamento dei poteri. Abbiamo chiesto alle banche di semplificare la propria struttura di governo, contenendo il numero dei consiglieri, evitando sovrapposizioni di competenze e stratificazioni di organi. Abbiamo chiesto che il Presidente svolgesse un ruolo di raccordo e garanzia, dialettico nei confronti del vertice esecutivo, imponendo condizioni per una sua corretta attività nel comitato esecutivo, se costituito. Abbiamo richiesto per la prima volta la presenza di membri indipendenti negli organi amministrativi anche delle banche non quotate» (DRAGHI, Intervento del Governatore della Banca d'Italia presso l'ABI, Associazione Bancaria Italiana, Assemblea Ordinaria, Roma, 8 luglio 2009).

⁽¹⁰⁸⁾ Cfr. Comunicazioni della Banca d'Italia del 19 febbraio e del 28 ottobre 2009, abrogate (in parte, la prima, e integralmente, la seconda) dal provvedimento del 30 marzo 2011 in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari.

risparmio ⁽¹⁰⁹⁾, le disposizioni del 2008 (aggiornate da ultimo nel marzo 2011 per tenere conto delle nuove norme in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione) ⁽¹¹⁰⁾ saranno revisionate per garantirne la completezza e sistematicità. L'azione della Banca d'Italia sembra muoversi, ormai da tempo, in questa direzione. A riprova di ciò, le disposizioni in materia di organizzazione e governo societario di marzo 2008 stabiliscono le regole di governance per le banche e i gruppi bancari. In alcuni casi, queste anticipano le scelte operate dal legislatore comunitario e dagli organismi internazionali sulla materia, dimostrandosi – a distanza di qualche anno – ancora valide nella loro impostazione e nei loro principi fondanti. Come riconosciuto nella premessa alle succitate disposizioni, l'intervento normativo pensato dall'autorità di vigilanza «trae origine dalle novità introdotte dalla riforma del diritto societario» e «tiene conto delle più recenti evoluzioni del quadro normativo in materia di corporate governance e assetti organizzativi, riconducibili all'attuazione della legge per la tutela del risparmio e del recepimento della nuova disciplina prudenziale per le banche, nonché dei principi e delle linee guida elaborate in materia a livello nazionale ed internazionale». Esse riconoscono appieno il fatto che, per le banche, efficaci assetti organizzativi e di governo societario – che devono consentire agli enti creditizi di rispondere agli interessi dell'impresa, assicurando al contempo il rispetto degli obiettivi essenziali della regolamentazione e dei controlli di vigilanza, vale a dire la sana e prudente gestione – «assumono particolare rilievo in ragione delle caratteristiche che connotano l'attività bancaria e degli interessi pubblici oggetto di specifica considerazione da parte dell'ordinamento».

Senza soffermarsi in questa sede sulle scelte di normazione secondaria, ormai note, si vuole qui guardare più da vicino sulla situazione attuale e sulle prospettive future dei modelli organizzativi bancari alla luce delle più recenti novità rivenienti dall'ambito comunitario. E' comunque

⁽¹⁰⁹⁾ Legge 28 dicembre 2005, n. 262 recante "Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari" e pubblicata nella Gazz. Uff. 28 dicembre 2005, n. 301, S.O.

⁽¹¹⁰⁾ Cfr. *infra*, par. 3.4.

utile riferire, pur brevemente, su un ambito particolarmente importante della disciplina bancaria, vale a dire le modalità con cui le nuove opzioni legislative previste dalla riforma societaria del 2003 sono state trasposte in ambito bancario attraverso il coordinamento con le previsioni del TUB e quelle secondarie di marzo 2008.

Prima fra tutte rileva la circostanza secondo cui le disposizioni in materia di organizzazione e governo societario degli enti creditizi – che correttamente pongono i vertici dell'impresa bancaria in una posizione centrale per la definizione, sulla base di un'attenta valutazione delle specifiche caratteristiche aziendali, di assetti di governo societario adeguati agli obiettivi proprio dell'impresa bancaria e ai principi della sana e prudente gestione e stabilità del sistema – prescindono dal modello di amministrazione e controllo scelto dall'intermediario per condurre la propria attività. Come è dato leggere nelle disposizioni stesse, la disciplina bancaria «non fa riferimento a organi aziendali nominativamente individuati, potenzialmente variabili in relazione alla struttura organizzativa prescelta, ma richiama le funzioni di “supervisione strategica”, “gestione” e “controllo”»; queste «dovranno essere in concreto assegnate agli organi aziendali o a loro componenti in coerenza con la normativa civilistica e di vigilanza» ⁽¹¹¹⁾. Le disposizioni trovano quindi la propria grande forza nell'autonomia imprenditoriale delle banche stesse e nelle capacità dei loro vertici di gestirle in maniera coerente con le finalità proprie delle medesime; nel fare ciò, la normativa speciale definisce i principi generali e linee applicative che devono muovere la definizione di corretti sistemi di governance bancaria, quasi a voler delineare l'ambito oltre il quale l'indipendenza (della quale si è detto) assegnata ai singoli non può e non deve spingersi.

L'impianto regolamentare così delineato appare coerente con l'evoluzione della normativa a livello internazionale e consente di fare fronte alle continue innovazioni che esso pone all'attenzione dei regolatori

⁽¹¹¹⁾ Disposizioni di vigilanza della Banca d'Italia in materia di organizzazione e governo societario per le banche e i gruppi bancari, 4 marzo 2008, p. 2.

nazionali; si pensi, ad esempio, agli interventi di governance che interesseranno a breve le banche e le imprese di investimento in forza della revisione della disciplina recata dalla direttiva 2006/48 (in materia di requisiti di capitale) ⁽¹¹²⁾. In generale, per i motivi già espressi nel secondo paragrafo del presente capitolo, la legislazione societaria europea deve necessariamente prescindere dai singoli organi di amministrazione, direzione e controllo, per concentrarsi sulle attività da essi svolte e garantire una parità di trattamento e coercitiva omogenea a livello di tutti gli stati membri.

3.2 Le norme “indirette” di corporate governance: la disciplina sugli assetti proprietari...

Come anticipato, si vuole ora concentrare l'attenzione su due discipline molto importanti, i cui riflessi sui sistemi organizzativi e di corporate governance sono forti, pur non essendo queste direttamente ascrivibili al campo della organizzazione bancaria. Sono queste la disciplina sugli assetti proprietari e quella delle operazioni con parti correlate, che divergono sia per ambito di applicazione che per obiettivi intrinseci, ma hanno le stesse medesime finalità di carattere generale volte a preservare la stabilità del sistema bancario e finanziario considerato nel suo complesso. In particolare, la prima mira prevalentemente a prevenire l'insorgere dei rischi sopra descritti (stabilendo, ad esempio, il rispetto di requisiti stringenti per i potenziali acquirenti della partecipazione nella banca); la seconda vuole invece gestire tali rischi, che insorgono in ragione di un

⁽¹¹²⁾ Si fa qui riferimento al processo di revisione della citata disciplina, che va sotto il nome di CRD IV. Alla proposta di direttiva, che dovrebbe essere approvata entro la prima metà del 2012, si accompagna – secondo una modalità che ormai si sta affermando in ambito comunitario – un regolamento, recante gli aspetti di dettaglio della direttiva stessa. Non ci si può qui soffermare sulla riforma della governance di vigilanza bancaria europea, introdotta dalla cd. direttiva Omnibus (2010/78); si può tuttavia richiamare l'attenzione dei lettori sulla grande novità rappresentata dal potere attribuito alle diverse autorità di vigilanza europee di emanare i cd. *binding technical standards*, vale a dire indirizzi normativi di dettaglio direttamente applicabili negli stati membri. Ve ne sono alcuni che, in prospettiva, riguarderanno anche la governance bancaria e, in particolare, le caratteristiche degli organi di amministrazione, direzione e controllo degli intermediari vigilati e dei loro componenti.

rapporto ormai consolidato fra la banca e altri soggetti. Nella prima, i soggetti che potenzialmente potrebbero essere destinatari delle norme sono in numero molto maggiore rispetto ai soli soggetti vigilati. Una partecipazione in un'impresa bancaria potrebbe infatti essere acquisita da chiunque, indipendentemente dalla sua natura e qualificazione giuridica. Nella seconda, invece, i destinatari diretti delle norme rimangono sempre le banche o i gruppi bancari, etc. ⁽¹¹³⁾, che tuttavia si trovano a dover gestire – secondo requisiti e procedure differenziate – i rapporti che intercorrono fra una varietà di soggetti interni alla banca stessa (parti correlate) e altri legati ai primi in virtù di differenti motivazioni (parti collegate e connesse).

Venendo alla disciplina degli assetti proprietari, la direttiva 5 settembre 2007, n. 44 ha modificato in maniera trasversale il quadro regolamentare europeo in materia di autorizzazioni e obblighi informativi per l'acquisto e la variazione di partecipazioni in banche, imprese di investimento, di assicurazione e di riassicurazione ⁽¹¹⁴⁾. La direttiva modifica trasversalmente la normativa comunitaria esistente nei comprati bancario, assicurativo e mobiliare in materia di assetti proprietari – definisce regole procedurali e criteri di valutazione che le autorità di vigilanza devono osservare nei procedimenti inerenti l'acquisto e l'incremento di partecipazioni nei soggetti operanti in ciascun settore di mercato. L'obiettivo è di assicurare che il controllo sugli assetti proprietari delle imprese finanziarie – già previsto dalle relative direttive di settore – sia svolto in modo uniforme all'interno del mercato unico e tra i diversi settori bancari, finanziario e assicurativo, secondo procedure chiare e trasparenti e in base a requisiti omogenei, di natura esclusivamente prudenziale.

Con specifico riferimento agli enti creditizi, la disciplina – coerentemente con la necessità di stabilire regole chiare, precise ed uniformi

⁽¹¹³⁾ Cfr. Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, 9° aggiornamento del 12 dicembre 2011, Titolo V, Capitolo 5, Sez. I, par. 3.

⁽¹¹⁴⁾ La nuova disciplina, in forza dei rinvii contenuti nella direttiva 25 giugno 2009, n. 65 si applica anche agli acquisti o variazioni di partecipazioni nel capitale delle società di gestione del risparmio

per la valutazione da parte della Banca d'Italia delle istanze di autorizzazione – mira in primo luogo a garantire che i partecipanti al capitale di una banca esercitino i loro poteri senza pregiudizio della sana e prudente gestione della stessa.

L'iter di recepimento nell'ordinamento italiano della direttiva 2007/44 – il cui termine era fissato al 21 marzo 2009 – si protrae da alcuni anni e, ad oggi, non è stato ancora concluso. Nelle more delle modifiche ai testi unici bancario e della finanza e della revisione delle istruzioni di vigilanza vigenti per le banche, il primo intervento è stato realizzato dalla Banca d'Italia che, con la comunicazione del 12 maggio 2009, rendeva noto al sistema il carattere *self-executing* della direttiva; in particolare, in ragione delle norme di armonizzazione massima contenute nella direttiva – dettagliate, chiare, precise e inequivoche nella determinazione dei diritti e degli obblighi in capo ai soggetti che ne sono destinatari –, l'autorità ha ritenuto necessario adempiere agli obblighi comunitari pur senza una modifica formale del quadro normativo di riferimento. Secondo un'impostazione condivisa dal Ministero dell'Economia e delle finanze, la Banca d'Italia ha dunque stabilito che la direttiva dovesse trovare diretta efficacia anche se in contrasto o diversamente da quanto previsto nell'ordinamento nazionale allo stato vigente ⁽¹¹⁵⁾.

Coerentemente con questo principio generale, la comunicazione della Banca d'Italia riportava in maniera puntuale le disposizioni della direttiva

⁽¹¹⁵⁾ Si ritiene che la scelta effettuata dall'autorità di vigilanza nazionale sia coerente con i caratteri propri della direttiva, tali da consentirne l'applicabilità diretta negli Stati membri che ne sono destinatari e che non hanno provveduto a recepirla nell'ordinamento nazionale entro i termini da essa imposti. In particolare, come già in parte detto, questi caratteri risiedono nella prescrizione di norme: *i)* chiare e precise; *ii)* rivolte direttamente alle autorità nazionali coinvolte nella gestione delle crisi transfrontaliere, secondo un principio di esplicazione degli effetti verticale; *iii)* non sottoposte a condizioni né tali da lasciare spazi di discrezionalità agli Stati membri nella definizione degli obiettivi ultimi da perseguire, pur potendo invece concedere libertà nella forma e nelle modalità con cui questi possono essere raggiunti. A questo proposito si rimanda alla ampia giurisprudenza di merito della Corte di giustizia europea e in particolare, *ex multis*, alle sentenze della Corte di giustizia delle Comunità europee *Van Duyn* del 4 dicembre 1974 e *Mangold* del 22 novembre 2005.

di diretta applicabilità, quali quelle relative alle nuove soglie autorizzative, alle modalità di calcolo delle partecipazioni, ai tempi procedurali per il rilascio dell'autorizzazione, ai criteri per la valutazione delle istanze di autorizzazione e ai nuovi obblighi di comunicazione connessi all'acquisto o variazione di una partecipazione in una banca. Di questi criteri e tempi, come ovvio, l'autorità stessa doveva tenere conto per il rilascio delle nuove autorizzazioni.

Un anno più tardi, il decreto 27 gennaio 2010, n. 21, è intervenuto a modificare – fra gli altri – il testo unico bancario (si veda il Capo III del Titolo II); gli articoli 19 e 20, in particolare, stabiliscono ora che la Banca d'Italia autorizzi preventivamente l'acquisizione a qualsiasi titolo in una banca di partecipazioni che comportano il superamento del controllo o la possibilità di esercitare un'influenza notevole sull'impresa vigilata stessa o che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10 per cento. L'autorizzazione preventiva deve essere rilasciata dalla Banca d'Italia anche in presenza di variazioni di partecipazioni in una banca dalle quali discenda il controllo dell'impresa stessa ovvero quando vengano superate le soglie del 20, 30 e 50 per cento dei diritti di voto o del capitale.

Gli obblighi informativi sono disciplinati dall'articolo 20 del testo unico bancario, che attribuisce alla Banca d'Italia il potere di individuare i casi in cui i soggetti che acquistano o variano la propria partecipazione in una banca ne debbano dare pronta comunicazione alla Banca d'Italia, anche senza che vengano raggiunte o superate le soglie sopra indicate. Analogo obbligo è posto in capo a coloro che partecipino ad accordi che regolino o dai quali possa derivare un esercizio concertato dei diritti di voto nella banca stessa oppure nella società che la controlla. Quest'ultimo aspetto appare piuttosto importante, poiché consente all'autorità di vigilanza di disporre di un quadro (presumibilmente) aggiornato della struttura proprietaria dei soggetti da essa vigilati al fine di poter valutare – di volta in volta e coerentemente con la situazione specifica del singolo intermediario vigilato – l'esistenza o meno di casi di influenza notevole. La Banca d'Italia, nella sostanza, è dunque investita del potere/obbligo di condurre un'analisi circostanziata del progetto di acquisizione di una partecipazione in una

banca; analisi dalla quale dovrebbe discendere la possibilità/capacità di individuare con precisione gli effettivi “gestori” di un’impresa bancaria, indipendentemente dal capitale in essa posseduto.

E’ facile intuire le difficoltà e i pericoli insiti in questo tipo di valutazione, soprattutto alla luce del fatto che non vi è una definizione univoca di influenza notevole che promani dalla legislazione comunitaria. Si comprendono appieno le “ragioni dell’Europa”: raggiungere accordi di compromesso fra numerosi Stati membri è obiettivo estremamente ambizioso e, in questo senso, racchiudere in una definizione il portato di 27 paesi appare quasi utopico; pur tuttavia, ci si auspica che – in un futuro più o meno prossimo – in ambito comunitario si arrivi a definire con maggiore precisione questo aspetto, come risultato di un’integrazione disciplinare che tocchi la sostanza delle materie trattate e non “solo” gli aspetti tecnici (che, in alcuni casi, potrebbero dirsi meramente numerici). Per il momento, è solo possibile usufruire delle evidenze pratiche derivanti dall’applicazione delle discipline nelle quali è già presente la nozione di influenza notevole (si vedano quelle prudenziali in materia di partecipazioni detenibili e operazioni con parti correlate). Tuttavia, questo punto rimane aperto e, anzi, la riflessione circa l’univocità delle definizioni e le possibili deviazioni che in ambito nazionale potrebbero presentarsi in assenza di indirizzi europei comuni, non perde la sua valenza in relazione all’obbligo delle autorità nazionali responsabili del rilascio dell’autorizzazione all’acquisto o variazione di una partecipazione in una banca, di valutare suddette operazioni sulla base dei criteri stabiliti – in via sussidiaria – dalle linee guida dei Comitati di terzo livello, attuative della direttiva 2007/44 ⁽¹¹⁶⁾. Tali criteri, che pure in alcune proprie caratteristiche sono piuttosto omogenei, non sembrano entrare nel giusto dettaglio; il legislatore comunitario, infatti, non ha sfruttato una importante occasione per individuare misure di valutazione oggettive, che non lasciassero discrezionalità agli Stati membri o, meglio, non imponessero agli Stati

⁽¹¹⁶⁾ Sono queste la *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS), la *Committee of European Securities Regulators* (CESR), la *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* (CEIOPS).

membri di trovarne dei propri. Nel concreto, questa “occasione non colta” avrebbe senza dubbio rappresentato per il nostro paese la possibilità – derivante da un obbligo comunitario – di mettere ordine nella disciplina riguardante la valutazione dei requisiti.

3.3 Segue: ...e le operazioni con parti correlate (cenni)

Come anticipato, si vuole brevemente ricordare la disciplina delle operazioni con parti correlate (poiché di quella relativa all’acquisto di partecipazioni nelle banche si avrà modo di dire a breve). La Banca d’Italia è stata coinvolta, per molti anni, da un processo di regolamentazione della materia delle operazioni con parti correlate, iniziato ancor prima che venisse eliminato il principio di separatezza banca-industria ⁽¹¹⁷⁾. La disciplina – che compendia quella civilistica (di cui all’art. 2391-*bis*) e dà attuazione all’art. 53, commi 4 e seguenti, del testo unico bancario, nonché agli indirizzi internazionali rivenienti dal Comitato di Basilea – è stata sottoposta due volte a pubblica consultazione ed ha trovato definitiva emanazione a dicembre del 2011; questa si affianca alla disciplina emanata dalla Consob nel 2010 con specifico riferimento alle imprese quotate ⁽¹¹⁸⁾ e, coerentemente con la natura di regolamentazione prudenziale che essa riveste, ha trovato collocazione nelle “Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche” della Banca d’Italia (Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, 9° aggiornamento del 12 dicembre 2011). La normativa in parola, anche in ragione delle novità intervenute in materia di assetti proprietari e di partecipazioni detenibili, si prefissa di dotare le banche italiane di «strumenti e normative di vigilanza più efficaci della tradizionale “separatezza”», che includono *limiti quantitativi e condizioni procedurali*

⁽¹¹⁷⁾ Questo momento può essere fatto coincidere con la scadenza del termine di recepimento della direttiva 5 settembre 2007, n. 44 che modifica la direttiva 92/49/CEE del Consiglio e le direttive 2002/83/CE, 2004/39/CE, 2005/68/CE e 2006/48/CE per quanto riguarda le regole procedurali e i criteri per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni nel settore finanziario.

⁽¹¹⁸⁾ Cfr. “Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate”, adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successivamente modificato con delibera n. 17389 del 23 giugno 2010. Reperibile sul sito www.consob.it.

per il complesso delle esposizioni (finanziamenti e capitale) delle banche, cui si aggiungono «presidi di carattere organizzativo e di governance appositamente» introdotti nell'ambito della richiamata disciplina di vigilanza delle partecipazioni detenibili dalle banche ⁽¹¹⁹⁾.

E' evidente quindi la volontà di presidiare, anche attraverso adeguati meccanismi di governo societario, ogni possibile conflitto di interesse che può recare danno alla banca e ai suoi investitori e depositanti. In questo senso, rileva anche l'art. 136 del testo unico bancario, che disciplina le procedure per le deliberazioni in materia di parti correlate. Senza entrare nel merito analitico della disposizione, per la quale si rimanda alla corrispondente letteratura ⁽¹²⁰⁾, basta qui rilevare come l'unanime decisione favorevole dell'organo di amministrazione e il voto favorevole di tutti i componenti dell'organo di controllo rappresentino il principale presidio contro le potenziali controindicazioni connesse con un'operazione contratta da coloro che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo in una banca. In questo senso, viene in considerazione il noto principio dell'*abstain or disclose*, che contraddistingue l'approccio del legislatore europeo e nazionale in materia di gestione dei conflitti di interesse e che si ricollega, in maniera rilevante, alla disciplina generale riguardante il

⁽¹¹⁹⁾ Cfr. nota n. 113. La disciplina della Banca d'Italia in parte compendia, in parte si sovrappone, in parte si discosta da quella emanata dal Regolamento della Consob 12 marzo 2010 e successive modificazioni. Le differenze derivano sostanzialmente dal diverso ambito di applicazione delle due discipline (la prima applicabile alle banche, anche non quotate, la seconda a tutte le società quotate, comprese le banche). In prospettiva, entrambe le discipline dovranno probabilmente essere riviste in ragione delle modifiche che il Comitato di Basilea sta apportando ai *Core principles for effective banking supervision* del 2006 (cfr. anche nota 96). Questi sembrano discostarsi, in alcuni punti, dalla disciplina attualmente prevista da entrambe le Autorità di Vigilanza; ferma restando la natura di "principi", in quanto tali non vincolanti, riflessioni (congiunte) dovranno essere probabilmente avviate, nel più immediato futuro, per una ulteriore ricognizione della conformità agli indirizzi internazionali sulla materia.

⁽¹²⁰⁾ Cfr. PISANI MASSAMORMILE, *Commento sub art. 136*, in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia bancaria e creditizia*, Francesco Capriglione (a cura di), Padova, 2011, Tomo II, pp. 1050 ss; TROISI, *Le operazioni con parti correlate in ambito bancario e finanziario*, in Banca Borsa Titoli di credito, n. 5, 2011; DE PRA, *Le obbligazioni degli esponenti bancari*, in *Giurisprudenza commerciale*, n. 6, 2008.

dovere degli amministratori e dell'alta dirigenza di informare la società circa tutti i fatti che la interessano ⁽¹²¹⁾.

Strettamente interconnessa alla disciplina delle operazioni con parti correlate è la disciplina di vigilanza delle partecipazioni detenibili dalle banche, che in questo ambito appare doveroso accennare brevemente. La sua emanazione è concomitante a quest'ultima e trova, com'essa, spazio nelle "Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche" di cui alla Circolare della Banca d'Italia n. 263 del 2006 (da ultimo aggiornata a dicembre 2011). La normativa in materia di "partecipazioni a valle" si inserisce nel solco degli interventi di vigilanza prudenziale volti a garantire la sana e prudente gestione degli intermediari e la stabilità complessiva del sistema; essa è volta, in particolare, a «contenere il rischio di un eccessivo immobilizzo dell'attivo derivante da investimenti partecipativi in imprese finanziarie e non finanziarie nonché a promuovere la corretta gestione dei rischi e dei conflitti di interesse inerenti all'assunzione di partecipazioni» ⁽¹²²⁾. A tal fine sono previsti specifici limiti all'entità delle partecipazioni detenibili dalle banche e dai gruppi bancari (limite di concentrazione e limite complessivo), oltre a particolari obblighi autorizzativi per la conclusione dell'operazione di acquisto in «imprese di natura finanziaria che, per la loro rilevanza, siano suscettibili di determinare impatti sulla struttura finanziaria e patrimoniale dell'acquirente, nonché per acquisizioni da cui possano derivare ostacoli all'esercizio della vigilanza consolidata» ⁽¹²³⁾.

⁽¹²¹⁾ A questo proposito si rimanda alla lettura, fra gli altri, di ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance delle società per azioni*, Milano, 2005, e in particolare p. 4, laddove si afferma che «senza adeguati flussi endoconsiliari, non può esservi quello che da tempo è un riconosciuto valore della corporate governance: la trasparenza dell'attività gestionale, in tanto libera, in quanto pienamente percepibile agli interessati nella sua estrinsecazione, quasi "verbalizzata"».

⁽¹²²⁾ Cfr. Nuove disposizioni di vigilanza prudenziale per le banche Circolare n. 263 del 27 dicembre 2006, 9° aggiornamento del 12 dicembre 2011, p. 8. La disciplina in materia di partecipazioni detenibili dalle banche e dai gruppi si trova, nella sua completezza, nel Titolo V, Capitolo 4.

⁽¹²³⁾ *Ivi*.

3.4 Le politiche di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi: i motivi di tanta attenzione

Come più volte ribadito, la corporate governance delle istituzioni finanziarie, in particolare di grandi dimensioni, risulta essere un tema di grande importanza se si pensa non solo agli interessi imprenditoriali propri dell'attività posta in essere (improntata, come in ogni altra impresa, alla logica del profitto e della redditività), ma anche – e soprattutto – ai numerosi altri interessi pubblici coinvolti ⁽¹²⁴⁾. Da questa duplice considerazione discendono tutte le norme che regolano l'attività degli enti creditizi, in primo quelle aventi carattere prudenziale. Fra queste, ampio spazio assumono le regole sulle politiche e prassi di remunerazione e incentivazione che le banche e i gruppi bancari devono predisporre e realizzare, per allineare gli interessi dei soggetti che dirigono l'impresa con quelli degli azionisti e, da ultimo, con quelli più generali dell'intero sistema bancario. Queste intervengono in maniera sostanziale non soltanto a regolare il processo decisionale e l'informativa delle politiche retributive adottate dalle banche, ma anche – e soprattutto – sul processo di *formazione* delle politiche stesse

La direttiva n. 2010/76 (di seguito *Capital Requirement Directive* III - CRD III) nel definire le regole prudenziali e i requisiti di capitale per le banche e gli enti creditizi operanti in ambito europeo, introduce nuove e puntuali regole sul tema delle politiche di remunerazione all'interno delle imprese finanziarie. Il quadro regolamentare da essa delineato rende di fatto vincolante una disciplina sino ad ora basata su principi e standard emanati dai più autorevoli organismi internazionali e seguiti, con più o meno prontezza, da numerosi Stati membri. Tra quelli maggiormente aderenti ai nuovi standard possiamo senza dubbio annoverare l'Italia che –

⁽¹²⁴⁾ A questo proposito, nelle *Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche* della Banca d'Italia del marzo 2008 è riconosciuto il fatto che efficaci assetti organizzativi e di governo societario assumono per le banche particolare rilievo “in ragione delle caratteristiche che connotano l'attività bancaria e degli interessi pubblici oggetto di specifica considerazione da parte dell'ordinamento. Gli assetti organizzativi e di governo societario delle banche, oltre a rispondere agli interessi dell'impresa, devono assicurare condizioni di sana e prudente gestione, obiettivo essenziale della regolamentazione e dei controlli di vigilanza”.

come vedremo in seguito –, anticipando le mosse del legislatore europeo, già nel 2008 aveva introdotto una serie articolata di norme sul tema dei compensi nelle organizzazioni bancarie. Le disposizioni della Banca d'Italia in materia di organizzazione e governo societario delle banche ⁽¹²⁵⁾, infatti, delineavano un quadro disciplinare piuttosto articolato finalizzato a dotare le imprese bancarie di sistemi incentivanti coerenti con i principi di sana e prudente gestione, nonché ad individuare precisi livelli di responsabilità fra i diversi organi coinvolti nella gestione aziendale.

L'attenzione posta dai *regolatori* mondiali, ivi compreso quello europeo, alla tematica dei compensi è giustificata da una serie di motivi, primo fra tutti l'importante ruolo che politiche di remunerazione distorte hanno giocato nell'insorgere – ed aggravarsi – della crisi economica globale degli ultimi anni ⁽¹²⁶⁾. E' ormai fatto universalmente riconosciuto che la diffusa presenza di sistemi incentivanti che prevedevano bonus slegati da obiettivi di lungo periodo abbia stimolato l'assunzione di un livello di rischi non compatibile con le capacità proprie delle imprese finanziarie, ponendo in serio pericolo la stabilità complessiva dell'intero mercato.

⁽¹²⁵⁾ Sul sito www.bancaditalia.it. Le disposizioni della Banca d'Italia, a seguito del recepimento nel nostro ordinamento della CRD III, saranno oggetto di revisione per l'adeguamento ad alcuni dei principi più di maggior dettaglio non presenti nell'attuale disciplina. Come si vedrà meglio in seguito il 22 gennaio u.s. si è chiusa la consultazione sulle "Disposizioni di vigilanza in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione"; sulla base degli esiti della consultazione verrà emanato un documento finale, la cui disciplina andrà ad abrogare il paragrafo 4 delle "Disposizioni di vigilanza in materia di organizzazione e governo societario delle banche" del marzo 2008 (cfr. *infra*); il paragrafo 7 della Nota di chiarimenti del febbraio 2009 (cfr. *infra*); la comunicazione sui "Sistemi di remunerazione e incentivazione" (cfr. *Infra*). Tali documenti sono reperibili all'indirizzo

http://www.bancaditalia.it/vigilanza/banche/normativa/disposizioni/provv/gov_soc_ban.

⁽¹²⁶⁾ E' possibile ritrovare quanto appena affermato nelle premesse di numerosi documenti internazionali che disciplinano il tema dei compensi, secondo approcci diversi ma guidati dal perseguimento dei medesimi obiettivi di stabilità del sistema. Si vedano in particolare due documenti, oggetto di specifici approfondimenti nel prosieguo della trattazione, che rappresentano la base della disciplina internazionale sul tema delle remunerazioni: gli *High Level Principles* emanati dal CEBS (*Committee of European Banking Supervision*, dal 1° gennaio 2011 *European Banking Authority*, EBA) e i *Principles for sound compensation practices* e gli *Implementing Standards* emanati dal *Financial Stability Board* (all'epoca *Financial Stability Forum*).

La disciplina dei compensi, in particolar modo nelle organizzazioni bancarie, è dunque una problematica molto complessa, su cui la crisi ha acceso i riflettori e che rileva sotto due prospettive differenti fra loro.

Da un lato le remunerazioni nelle imprese finanziarie – anche per i motivi appena accennati – sono divenute oggetto di un rinnovato interesse da parte delle autorità di vigilanza, alla luce delle potenziali conseguenze sistemiche che, come già detto, meccanismi premianti non conformi alle logiche di sana e prudente gestione operativa e dei rischi comportano; dall'altro, quello dei compensi – in particolar modo delle figure apicali delle imprese, ritenute responsabili delle profonde turbolenze attraversate nel corso di questi anni dai sistemi economici globali – è un argomento che attira su di sé grande attenzione mediatica, soprattutto poiché connesso ad un tema di estrema rilevanza sociale, quale quello del *denaro*.

Ulteriori motivazioni sono poi rinvenibili nelle differenze esistenti fra gli ordinamenti dei diversi Stati membri; in assenza di una direttiva in grado di assicurare un adeguato livello di omogeneità fra gli appartenenti alla Comunità europea, era infatti demandata all'iniziativa di ciascun ordinamento nazionale l'adozione di regole più o meno stringenti sul tema dei compensi nelle banche ⁽¹²⁷⁾. L'esigenza di assicurare il *level playing field* si è rafforzata quando gli effetti negativi derivanti dai meccanismi incentivanti distorti di alcuni intermediari si sono ripercossi sull'intero sistema bancario (e, dunque, anche sui soggetti che, al contrario, si erano dotati di sistemi premianti ben delineati).

Il legislatore europeo, per il tramite della CRD III, ha dunque voluto compiere un ulteriore passo sul percorso disegnato per porre rimedio ai

⁽¹²⁷⁾ Nel giugno 2010 il CEBS ha pubblicato il *Report on national implementation of CEBS High-level principles for Remuneration Policies*; questo – sulla base delle risposte fornite dagli Stati membri ad un questionario appositamente realizzato – delinea lo stato dell'arte nell'implementazione dei *CEBS High Level Principles on Remuneration*, emanati dallo stesso organismo l'anno precedente. Il report, indipendentemente dall'attenzione posta sull'effettiva applicazione dei principi CEBS, è in grado di evidenziare le differenze esistenti non solo nella disciplina delle remunerazioni, ma anche nei modelli organizzativi delle imprese finanziarie che ne influenzano la struttura. Dei principi CEBS e del Report si parlerà più approfonditamente in seguito.

«recenti eventi patologici (che) evidenziano l'esigenza di più stringenti regole prudenziali a sostegno della stabilità delle banche, nonché di verifiche che consentano di contenere il rischio di liquidità» ⁽¹²⁸⁾, ponendo così un freno al proliferare di forme operative rischiose, che alimentano le incertezze e le tensioni caratterizzanti al presente i mercati finanziari. Sono indubbi i grandi sforzi che la comunità internazionale deve realizzare per assicurare l'applicazione di regole uguali sul piano dei contenuti e dell'azione di vigilanza. Di fatto «lo slancio che la cooperazione internazionale ha avuto nel concepire e nel disegnare nuove regole per la finanza del mondo deve tradursi in una loro attuazione rigorosa a livello nazionale, armonizzata sul piano internazionale: dalla crisi non si esce con il protezionismo, tanto meno con quello finanziario» ⁽¹²⁹⁾. E ciò è vero anche con riferimento alle regole sui compensi definiti per le banche.

4. Gli interventi disciplinari di matrice internazionale

La coerenza delle norme assume rilievo anche sul versante internazionale. Ciò è ancora più vero di fronte ad eventi di crisi, come quelli più recenti che mettono in luce la necessità di azioni di intervento pronte e condivise. Negli ultimi anni la discussione sulla corporate governance si è ampliata e ha migrato la propria prospettiva di analisi a profili diversi rispetto a quelli tradizionalmente indagati dalla letteratura di *law and economics*. In particolare, si deve ora riflettere in maniera più compiuta su due diversi ordini di fattori: 1) l'esistenza di regole condivise e metodologie di intervento che non paralizzino l'operatività degli intermediari e favoriscano al contempo la ripresa; 2) la relazione esistente fra la corporate governance degli enti creditizi e le regole prudenziali definite per gli stessi

⁽¹²⁸⁾ Così, CAPRIGLIONE, *Eurosclerosi e globalizzazione*, in Rivista Trimestrale di diritto dell'economia, n. 1/2010, p. 10, reperibile all'indirizzo http://www.fondazioneicapriglione.luiss.it/2010_01_RTDE.pdf.

⁽¹²⁹⁾ Così DRAGHI, Giornata mondiale del risparmio. Roma, 29 ottobre 2009. Sul sito www.bancaditalia.it.

(¹³⁰). Queste ultime, negli anni recenti si sono rivestite di una ulteriore valenza, in ragione del necessario riferimento al concetto di sistematicità delle imprese finanziarie, che ben si compendia con le riflessioni – che si è avuto modo di esporre nel capitolo precedente – sulla globalizzazione e il sempre crescente processo di integrazione delle economie mondiali.

In ambito internazionale, nel 2010 l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo (OCSE) ha definito una serie di *good practices* per far fronte alle problematiche riscontrate nel corso della crisi (¹³¹). Queste rappresentano una sorta di guida per la corretta applicazione dei Principi di governo societario emanati nel 2004, che definivano “norme e buone pratiche” in tema di remunerazioni, nonché gli orientamenti ritenuti più corretti per la loro effettiva attuazione (¹³²).

I principi OCSE, ovviamente non vincolanti, si ponevano come obiettivo primario quello di delineare modelli ottimali per la gestione dei “problemi di governance che deriva(va)no in primo luogo dalla separazione tra proprietà e controllo del capitale” (¹³³). Declinazione del principio generale secondo cui

(¹³⁰) La notevole rilevanza delle banche per il sistema finanziario nazionale, europeo e internazionale e «giustifica l'elaborazione di direttive prudenziali mirate», volte a disciplinare ciascuna aspetto ad esse inerenti; Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, *Rafforzamento del governo societario nelle organizzazioni bancarie*, Febbraio 2006, par. 1.

(¹³¹) *Corporate governance and the financial crisis. Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*, febbraio 2010.

(¹³²) Come sottolineato nella premessa ai principi, questi “sono volti a sostenere i governi dei Paesi membri e non membri dell'OCSE nei loro sforzi di valutazione e di miglioramento dell'assetto giuridico, istituzionale e regolamentare per il governo societario nei propri paesi e a offrire un orientamento e dei suggerimenti per le borse, gli investitori, le società e altri parti che svolgono un ruolo nel processo di sviluppo del buon governo societario. I Principi si rivolgono in modo particolare alle società, finanziarie e non finanziarie, che raccolgono capitali presso il pubblico. Tuttavia, nella misura in cui tali principi sono applicabili, essi possono essere uno strumento utile per migliorare il governo societario anche nelle società non quotate, per esempio nelle società a base azionaria ristretta e in quelle di proprietà dello Stato”.

(¹³³) Questi sono da intendersi non solo come i problemi connessi al rapporto intercorrente fra dirigenti e azionisti, ma anche a quello che lega gli azionisti di maggioranza e di minoranza e, ancor più in generale, tutti gli attori coinvolti nel governo societario di un'impresa, estremamente variegati nei diversi Paesi membri dell'Organizzazione.

“gli azionisti dovrebbero essere in grado di partecipare in modo effettivo e di votare nelle assemblee generali degli azionisti e dovrebbero essere informati del regolamento di tali assemblee, comprese le procedure di voto” è quello in forza del quale gli *shareholders* avrebbero dovuto avere la possibilità di esprimere la loro opinione sulla politica di remunerazione dei membri del consiglio di amministrazione e dei principali dirigenti ed approvare la componente azionaria dei sistemi di compenso ⁽¹³⁴⁾.

Questo tipo di intervento conferma le riflessioni circa il duplice portato della normativa, che si differenzia in ragione delle motivazioni dalle quali scaturisce, vale a dire dal fenomeno macrosistemico che ne è alla base: nel 2004 l'OCSE si era speso in una disciplina di carattere strutturale, che trova la sua principale ragione nella spinta globalizzatrice che attrae le diverse prassi osservabili nei diversi paesi verso un punto di convergenza. Nel 2010, essa è intervenuta a rivedere i principi già esistenti in risposta della crisi finanziaria, che richiedeva il ripensamento di alcune regole basilari (come ad esempio quelle sulle remunerazioni, sul ruolo più pervasivo dell'assemblea, etc.). Si ritiene che questi cambiamenti, provenienti da una situazione contingente, si tramuteranno anch'essi in strutturali, proprio in forza di quella considerazione, già espressa, secondo cui tutti gli interventi afferenti il campo della corporate governance sia destinati ad essere tali ⁽¹³⁵⁾. Anche per questo è importante ribadire che, a distanza di qualche anno, i principi emanati dall'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico rappresentano tuttora uno strumento ottimale per valutare l'esistenza di *best practices* fra i diversi paesi aderenti, ovviamente con riferimento al periodo storico in cui le valutazioni su cui essi si basano sono state effettuate.

Il Comitato di Basilea ha rivisto i principi in materia di corporate governance delle banche ⁽¹³⁶⁾. Questi, da un lato, riconoscono la

⁽¹³⁴⁾ Gli azionisti devono inoltre essere portati a conoscenza “dello specifico rapporto fra remunerazioni e risultati dell'impresa”.

⁽¹³⁵⁾ Cfr. Cap. II, in particolare par. 5.

⁽¹³⁶⁾ OCSE, *Principles for enhancing corporate governance*, ottobre 2010.

fondamentale importanza che ottimali meccanismi di governo societario rivestono non soltanto per la singola organizzazione bancaria, ma anche e soprattutto per il sistema finanziario considerato nel suo complesso; dall'altro, enfatizzano la necessità che la corporate governance delle banche e dei gruppi bancari sia oggetto di una regolare e approfondita attività di supervisione da parte delle Autorità di vigilanza nazionali. Anche la Commissione europea, con il Libro verde dell'aprile 2011 in materia di governo societario delle imprese ha ribadito la necessità di mantenere alta l'attenzione su questa materia, ritenuta un "elemento chiave" per stimolare la fiducia dei cittadini nei confronti del mercato unico, favorire la competitività delle imprese europee e, più in generale, perseguire gli ambiziosi obiettivi di crescita stabiliti per gli anni a venire ⁽¹³⁷⁾. Da ultimo, la nuova proposta di direttiva per l'aggiornamento della CRD (cd. CRD IV) propone una serie di misure che impattano notevolmente sulla corporate governance degli enti creditizi ⁽¹³⁸⁾. Tali misure vanno lette contestualmente alle rinnovate modalità di emanazione di regole comuni a livello europeo (dir. 2010/78), cui si accompagna un "ridimensionamento" dei poteri attribuiti ai singoli Stati membri in favore di un più pervasivo ruolo delle autorità europee (in particolare dell'EBA, ex CEBS).

⁽¹³⁷⁾ Comunicazione della Commissione europea COM(2010) 2020, *Europe 2020. A strategy for smart, sustainable and inclusive growth*, marzo 2010.

⁽¹³⁸⁾ Oltre a quelli citati, si ricordano anche la riforma del sistema finanziario statunitense del luglio 2010 (che ha riguardato anche gli aspetti organizzativi delle banche e ha incorporato alcuni degli standard definiti in ambito internazionale, come ad esempio quelli dell'FSB in materia di remunerazioni), nonché le direttive comunitarie che impattano sul governo societario degli intermediari, quali ad esempio la 2007/44 sulla disciplina degli assetti proprietari e la 2010/76 in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione; entrambe sono accompagnate dalle linee guida dei Comitati di 3° livello (per quel che riguarda assetti proprietari, *Guidelines for the prudential assessment of acquisitions and increases in holdings in the financial sector required by Directive 2007/44/EC*, dicembre 2008) e del CEBS (per quel che riguarda le remunerazioni, *Guidelines on remuneration policies and practices*, dicembre 2010), che assicurano una maggiore uniformità nell'applicazione delle norme da parte degli Stati membri.

CAPITOLO IV

IL CAMMINO DELLE REGOLE: *PATH DEPENDENCE* O *GLOBAL CONVERGENCE*

SOMMARIO: 1. Il contesto statunitense — 2. La disciplina degli assetti organizzativi: la *corporate governance* delle imprese statunitensi – 3. Le politiche di remunerazione nell’impianto disciplinare statunitense – 4. Le nuove regole contenute nel *Dodd-Frank Act* – 5. Il dibattito sull’efficacia delle nuove norme – 6. Regole di mercato e prospettive future: verso una possibile convergenza?

1. Il contesto statunitense

Il *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Reform Act* (di seguito DFA) rappresenta la più ampia riforma del sistema finanziario statunitense degli ultimi settant'anni. Le tematiche oggetto della nuova regolamentazione sono molteplici e di ampia rilevanza: l'architettura del sistema delle autorità di vigilanza, l'identificazione delle istituzioni a rilevanza sistemica, il funzionamento dei sistemi di compensazione, le procedure fallimentari per le imprese vigilate, la disciplina delle cartolarizzazioni e dei mercati dei derivati, la tutela dei consumatori e i nuovi assetti organizzativi delle società di *rating*.

Il campo di applicazione del DFA è molto ampio e disciplina diverse tipologie di imprese, segmenti e operatori del mercato finanziario. Coerentemente con l'ambito di questo lavoro, si guarderà alle sole norme riguardanti la *corporate governance* e le politiche di remunerazione, che si riferiscono principalmente alle società aventi natura di *public company* e alle imprese quotate in un mercato regolamentato ⁽¹³⁹⁾. Le novità introdotte dalla riforma del luglio 2010 rappresenteranno inoltre lo spunto per guardare alle norme attualmente esistenti nel quadro regolamentare statunitense sulle medesime materie.

In via preliminare è importante fare una riflessione che dà il senso di tutto il contenuto della riforma introdotta con il DFA. La nuova disciplina sull'organizzazione e il governo societario, nonché sulle remunerazioni delle imprese vigilate sono inserite nel capitolo

⁽¹³⁹⁾ La principale differenza fra le *public companies* e le altre imprese quotate consiste nella diffusione della proprietà azionaria, che le rende passibili di una regolamentazione più stringente con particolare riferimento agli obblighi di informativa al pubblico e certificazione dei bilanci. Nella sostanza, solo le *public companies*, che rappresentano un sottoinsieme di tutte le imprese quotate e che non devono essere confuse con le imprese a partecipazione governativa, devono rispettare le norme contenute, ad esempio, nel *SEC Act* del 1934 e quelle contenute nel *Sarbanes-Oxley Act*.

dedicato alla protezione dei consumatori. Questo è indicativo di come le nuove regole siano protese a definire meccanismi di governo societario e sistemi incentivanti interni all'impresa finanziaria coerenti con l'esigenza di tutelare il consumatore finale (vale a dire l'azionista, prima, e i cd. *tal payers*, poi). Nel perseguire questo obiettivo, il DFA lascia ampi margini di discrezionalità alle autorità regolamentari per la definizione della normativa secondaria attuativa delle disposizioni in esso contenute. Anche per la *corporate governance* e per le politiche di remunerazione gran parte della "vera" disciplina è rimandata principalmente alla *Securities and Exchange Commission* (di seguito SEC), cui si accompagnano le disposizioni attuative della *FEDeral Reserve* (di seguito FED) e della *FEDeral Deposit Insurance Corporation* (di seguito FDIC). Oltre all'informativa da rendere al pubblico, altre norme trovano spazio nel DFA riguardo ad aspetti più mirati, alcuni dei quali molto innovativi rispetto alle attuali prassi osservabili sul mercato e all'impostazione tipicamente seguita dalle autorità di vigilanza statunitensi.

L'esperienza degli ultimi anni ci insegna che qualsivoglia intervento normativo finalizzato al miglioramento dei sistemi di governo societario delle imprese finanziarie mira a una maggiore trasparenza e a una più chiara ripartizione interna dei ruoli e delle responsabilità fra i diversi organi aziendali. Tale impostazione caratterizza anche i più recenti interventi definiti nel DFA, che si inseriscono nel profondo solco di riforme in tema di *corporate governance* avviato negli Stati Uniti dal *Sarbanes-Oxley Act* (di seguito SOA) ⁽¹⁴⁰⁾. Come sappiamo, il governo societario delle

⁽¹⁴⁰⁾ Questo nasce nel 2002 dopo i noti scandali *Enron*, *Tyco* e *WorldCom* e mira a tutelare gli interessi degli investitori e la stabilità complessiva dell'intero sistema finanziario attraverso una serie di regole che disciplinano numerosi aspetti inerenti la vita operativa ed organizzativa delle imprese statunitensi, ivi comprese quelle finanziarie. Fra le più importanti ricordiamo l'informativa che deve essere resa al pubblico in merito ai principali fatti dell'impresa, il corretto

istituzioni finanziarie, in particolare di grandi dimensioni, assume notevole rilievo non solo per gli interessi imprenditoriali propri dell'attività posta in essere, ma soprattutto per i numerosi altri interessi (pubblici) coinvolti, come ormai più volte affermato nelle pagine che precedono. Modelli ottimali di governo societario dovrebbero essere in grado di allineare gli interessi dei manager con quelli degli azionisti e, da ultimo, con quelli più generali di stabilità dell'intero mercato. Nonostante questa considerazione di principio e l'esistenza di numerose regole, quali quelle contenute nel SOA, la recente crisi finanziaria ha dimostrato che qualcosa non ha funzionato correttamente nei sistemi di *corporate governance* ⁽¹⁴¹⁾ delle imprese finanziarie di tutto il mondo, colpevoli di non aver adeguatamente presidiato i rischi connessi con l'operatività posta in essere (nel caso delle imprese dalle quali la crisi è scaturita) ovvero quelli rivenienti dai canali di collegamento e trasmissione con la realtà circostante (nel caso delle imprese colpite "di riflesso" dalla crisi stessa).

Secondo un'impostazione tradizionale del legislatore statunitense, i nuovi interventi normativi fanno riferimento principalmente a ulteriori obblighi di informativa da rendere al pubblico circa le decisioni assunte dalle imprese, piuttosto che a regole stringenti per la creazione di meccanismi di governo

funzionamento e bilanciamento dei poteri fra e all'interno dei diversi organi aziendali, l'indipendenza delle funzioni di controllo, il ruolo e le responsabilità del board, la gestione dei conflitti di interesse, il regime sanzionatorio per i reati penali di frode e divulgazione di informazioni false.

⁽¹⁴¹⁾ Si vedano, fra gli altri, ACHARYA e RICHARDSON, *Restoring financial stability*, 2009 (in particolare *Did governance fail?*, p. 190 e ss.). Per una valutazione degli risultati positivi raggiunti dal *Sarbanes-Oxley Act* si vedano, invece, ARPING e SAUTNER, *Did the Sarbanes-Oxley Act of 2002 Make Firms Less Opaque? Evidence from Analyst Earnings Forecasts*, 2010. Questo studio appare di particolare interesse, poiché analizza la maggiore trasparenza delle imprese statunitensi a seguito del *Sarbanes-Oxley Act* attraverso il paragone fra le imprese europee *cross-listed* nel mercato americano (e dunque sottoposte alle nuove regole del 2002) e le imprese europee equiparabili e non *cross-listed*.

societario ormai ampiamente disciplinati e discussi; la *disclosure*, infatti, è il punto cardine della riforma, anche con riguardo alle politiche di remunerazione; come avremo modo di vedere, la maggior parte delle nuove norme non introduce regole prescrittive, ma impone piuttosto che dette politiche vengano sottoposte al vaglio dell'assemblea dei soci, chiamata a verificarne la correttezza attraverso una votazione *ad hoc*. I motivi di una simile scelta sono da individuare in primo luogo nelle specificità del mercato dei capitali americano, caratterizzato da un attivismo dei soci (in particolare degli investitori istituzionali) abbastanza sostenuto e da una pressione al rispetto delle regole (riveniente dai forti rischi legali e reputazionali per l'impresa e i suoi esponenti, connessi con la pubblicazione di una informativa non chiara o mendace su tutti gli aspetti della vita aziendale). Nel contesto statunitense, più che in quello dell'Europa continentale dei tempi meno recenti, è inoltre valorizzato il rischio sostenuto dagli azionisti, che nella sostanza sopportano i costi finali dell'attività imprenditoriale e devono agire in maniera sufficientemente informata da poter compiere scelte consapevoli in merito al proprio investimento ⁽¹⁴²⁾. Più in generale, anche altre forze di mercato (dalle numerose associazioni di categoria agli investitori istituzionali, etc.) hanno giocato senza alcun dubbio un ruolo fondamentale nelle scelte effettuate dal legislatore statunitense. Ciò posto è difficile pensare tuttavia che un maggiore interventismo da parte degli azionisti delle *public companies* americane (sostenuto da una maggiore informativa che ad essi viene data) sia in grado di risolvere uno dei problemi più rilevanti che hanno portato le politiche di remunerazione ad essere riconosciute come una delle principali cause della crisi, vale a dire

⁽¹⁴²⁾ Cfr., in particolare, ACHARYA, COOLEY, RICHARDSON e WALTER, *Regulating Wall Street*, 2010, p. 500, secondo cui "...they end up paying the most of the bill").

la conduzione del business e la definizione di incentivi orientati esclusivamente al breve periodo ⁽¹⁴³⁾.

Da ultimo, si ritiene che lo stimolo principale all'interesse posto dal legislatore statunitense a temi molto specifici, quale quello dei compensi, sia rappresentato primariamente dai lavori condotti in ambito internazionale dal *Financial Stability Board* (di seguito FSB); questi tuttavia non sono gli unici, essendo stati preceduti dalle iniziative a livello comunitario ⁽¹⁴⁴⁾, che sembrano in qualche modo aver acceso l'attenzione e stimolato il dibattito internazionale su tale tematica (anche attraverso i canali della cooperazione e della collaborazione internazionale, quali l'FSB appunto).

Riflettendo con più ampio respiro sui possibili effetti di interventi che incidono su aspetti di trasparenza, è possibile individuare due possibili conseguenze: in primo luogo, si impone ai soggetti vigilati di rendere disponibili le informazioni a supporto delle scelte compiute, anche con riferimento alle motivazioni che

⁽¹⁴³⁾ Per uno studio più approfondito sul ruolo degli azionisti e la loro partecipazione alle scelte strategiche delle imprese statunitensi si vedano GILLIAN e STARKS, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, 2007; gli autori analizzano l'attivismo dei soci e, in particolare, il crescente impegno degli investitori istituzionali, attraverso un'analisi della partecipazione degli azionisti all'assemblea alla luce dei diversi interventi regolamentari che si sono susseguiti nel corso degli ultimi decenni e che ne hanno determinato l'andamento. La crisi finanziaria e, ancor prima, i noti scandali finanziari degli anni più recenti hanno dato nuovo impulso all'attività dell'assemblea; a questo proposito si veda anche BAINBRIDGE, *Shareholder activism in the Obama Era*, 2009.

⁽¹⁴⁴⁾ Si vedano in particolare le Raccomandazioni della Commissione del 14 dicembre 2004 e del 15 febbraio 2005, relative rispettivamente alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate e al ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza. Entrambe sono state integrate, da ultimo, dalla Raccomandazione del 30 aprile 2009 in materia di remunerazione degli amministratori delle società quotate.

hanno portato alla definizione di un dato assetto strategico-operativo, che ricomprende la struttura dei compensi; in secondo luogo, l'attenzione posta sulle remunerazioni vuole rappresentare un ulteriore stimolo alla partecipazione più concreta ed efficace dei soci all'assemblea e, dunque, alle vicende dell'impresa. Sebbene il voto richiesto all'assemblea dei soci non sia vincolante (*non-binding*) e non possa annullare (*override*) le decisioni prese dal board, esso appare comunque uno strumento importante, che attribuisce enfasi al ruolo svolto dai soci e alla loro capacità di influenzare le decisioni dei vertici dell'impresa ⁽¹⁴⁵⁾.

Nelle pagine che seguono, coerentemente con gli obiettivi del presente lavoro, si cercherà di inquadrare le materie che ci occupano, al fine di rilevare in via generale le principali caratteristiche di un sistema (quale quello d'oltre oceano) che per alcuni aspetti serve da utile confronto con il panorama europeo. Su di esse la riforma statunitense del luglio 2010 è intervenuta quale complemento delle norme già esistenti (anch'esse brevemente toccate nel prosieguo della trattazione) ⁽¹⁴⁶⁾.

2. La disciplina degli assetti organizzativi: la *corporate governance* delle imprese statunitensi

Il *Sarbanes Oxley Act* (SOA) ⁽¹⁴⁷⁾ rappresenta il più grande insieme di regole che disciplina gli assetti organizzativi delle

⁽¹⁴⁵⁾ Cfr., fra gli altri, CHADBOURNE & PARK LLP, *Dodd-Frank Act: executive compensation and corporate governance provisions*, Client Alert, 12 agosto 2010.

⁽¹⁴⁶⁾ Da parte della letteratura la nuova regolamentazione viene riconosciuta come “*incremental rather than foundational*” (si vedano in particolare ACHARYA, COOLEY, RICHARDSON e WALTER, *Regulating Wall Street*, 2010, p. 497).

⁽¹⁴⁷⁾ In letteratura ROMANO, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, 2004. NYU, Law and Econ Research Paper 04-032; Yale Law & Econ Research Paper 297; Yale ICF Working Paper 04-37; ECGI - Finance Working Paper 52/2004. Scaricabile dal sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=596101>.

imprese statunitensi, anche finanziarie. Nella sua premessa è chiarito l'obiettivo principale sotteso alla sua emanazione; questo viene infatti definito come “*an Act to protect investors by improving the accuracy and reliability of corporate disclosures made pursuant to the securities laws, and for other purposes*”. Al SOA, che rappresenta il più importante insieme regolamentare in materia di governo societario delle imprese statunitensi, si aggiungono altre due importanti disposizioni degne di nota, sulle quali di seguito si richiama brevemente l'attenzione. La prima è il *New York Stock Exchange (NYSE) Listed Company Manual*; la seconda sono le cd. *NASDAQ Rules* (in particolare le nn. 5600 e ss.).

Il DFA non impatta su nessuna di queste tre disposizioni che continuano ad applicarsi complementariamente ad esso e che, dunque, è importante menzionare per avere una visione, il quanto più possibile completa, del quadro normativo americano su questa materia. La riforma del luglio 2010 interviene in via principale a modificare il *Securities Exchange Act* del 1934, introducendovi una nuova sezione dedicata proprio alla corporate governance ed attribuendo alla *FEDeral Reserve* – in collaborazione con altre Autorità di vigilanza – il potere di emanare disposizioni di carattere particolare, aventi ad oggetto il tema delle remunerazioni e riferibili a tutte le imprese finanziarie statunitensi (quotate e non).

Il *New York Stock Exchange (NYSE) Listed Company Manual* – nella sezione 303A (approvata il 15 novembre 2009) – riporta i cd. *corporate governance standards*, che tutte le imprese quotate o che intendono quotarsi sul NYSE devono rispettare e che la *NYSE Commission on Corporate Governance* – composta da esperti della materia per ciascun campo di operatività delle diverse imprese quotate – è chiamata a verificare. Questo documento stabilisce, fra le altre cose, che le imprese quotate abbiano una maggioranza di

amministratori indipendenti ⁽¹⁴⁸⁾ e si dotino di diverse commissioni (quali le *Nominating, Audit e Compensation Committies*), di una funzione di controllo interno, nonché di un codice etico di condotta e di un ulteriore documento indicato con il nome di *corporate governance guidelines* ⁽¹⁴⁹⁾. Queste disposizioni sono di particolare importanza, dal momento che la maggior parte delle *public companies*, cui le disposizioni del DFA si applicano in via principale, sono quotate sulla borsa americana ⁽¹⁵⁰⁾.

Le *NASDAQ Rules* (in particolare le nn. 5600 e ss.) individuano i criteri qualitativi che le imprese devono rispettare

⁽¹⁴⁸⁾ Lo stesso “manuale” stabilisce quali siano le modalità per valutare l’indipendenza degli amministratori; la prima regola, cui a cascata fanno seguito le altre, è questi non abbiano alcuna “*material relationship with the listed company (either directly or as a partner, shareholder or officer of an organization that has a relationship with the company)*”. L’indipendenza, su queste basi, è valutata dal consiglio di amministrazione.

⁽¹⁴⁹⁾ Il “manuale”, relativamente a questi due documenti da redigere ad opera dell’impresa, stabilisce quali sono gli argomenti che – come minimo – devono essere trattati. Ad esempio, le linee guida in tema di corporate governance devono indicare almeno: gli standard che l’impresa segue nella nomina dei propri esponenti; le responsabilità e i compiti (così come l’indirizzo scelto e la formazione nel continuo) degli amministratori esecutivi e non, indipendenti e non; i principi generali per la determinazione dei loro compensi. Il Codice etico e di condotta invece deve identificare almeno: le modalità per la gestione dei conflitti di interessi; il divieto per qualsiasi dipendente ed esponente aziendale di agire nel proprio interesse contro quello generale dell’impresa; l’obbligo di riservatezza; il richiamo a norme di comportamento corrette, che si realizzano anche tramite la denuncia di tutti i fatti contrari all’etica aziendale. Entrambi questi documenti devono essere resi pubblici, attraverso il sito internet e all’assemblea dei soci.

⁽¹⁵⁰⁾ La *New York Stock Exchange* é la prima piazza finanziaria, in termini di capitalizzazione, transazioni giornaliere medie e liquidità. Stando ai dati del 31 dicembre 2008, la NYSE *Euronext* conta approssimativamente 8500 emittenti quotati (di cui 2789 statunitensi), una capitalizzazione complessiva dell’intero mercato (non solo americano) di circa 16.7 trilioni di dollari (pari a 12.3 trilioni di euro) e transazioni giornaliere del valore medio di circa 153 miliardi di dollari (pari a circa 113 miliardi di euro).

qualora intendano quotarsi o siano quotate sul NASDAQ. Senza entrare nel dettaglio di queste regole, basta qui dire che nella sostanza esse appaiono molto simili a quelle definite nel *NYSE Listed Company Manual*.

3. Le politiche di remunerazione nell'impianto disciplinare statunitense

Nell'impianto normativo statunitense non è possibile trovare un insieme composito di norme che regoli in maniera organica le politiche e prassi di remunerazione all'interno delle società, finanziarie e non, operanti negli Stati Uniti. Vi sono numerose discipline di settore, ciascuna disegnata sulle caratteristiche dei soggetti cui si riferiscono, che divergono dunque sia per finalità che per contenuti. In realtà, la maggior parte di tali disposizioni sono linee guida che, come ad esempio le regole contenute nel *New York Stock Exchange Listed Company Manual* (che dovranno essere rispettate soltanto da chi ha interesse a quotarsi sul NYSE), rappresentano una regolamentazione *binding* per i soli soggetti interessati. Anche questo aspetto tuttavia non è sempre verificato; ad esempio le regole della *Securities Exchange Commission* (di seguito SEC) non sono vincolanti *tout court*, ma per la loro applicazione vige un generale principio di *abstain or disclose*. Come noto, secondo tale principio la scelta di non adeguarsi ad una specifica richiesta regolamentare deve essere adeguatamente documentata, motivata e resa nota alle autorità e al mercato.

Ciò posto, si riportano di seguito le principali regole cui fare riferimento per la disciplina delle politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle imprese statunitensi.

Il *Securities Act of 1933* è stato emanato dalla SEC e più volte rivisto con differenti interventi regolamentari; attraverso la sua normativa di attuazione (cd. *Regulation S-K*), il *SEC Act* del 1933

stabilisce specifici obblighi di *disclosure* per alcuni argomenti, fra i quali rientrano i compensi percepiti dagli amministratori¹⁵¹.

Il *NYSE Listed Company Manual*, in aggiunta a quanto già visto con riferimento al governo societario delle imprese tocca anche il tema delle politiche di remunerazione all'interno delle imprese statunitensi quotate, richiedendo che ciascuna istituisca al proprio interno un comitato remunerazioni, composto interamente da amministratori indipendenti; tale comitato è chiamato a dotarsi di uno statuto, attraverso il quale devono essere chiariti e resi pubblici i suoi compiti e le sue responsabilità¹⁵², le caratteristiche di cui i suoi componenti devono essere in possesso, i criteri per la loro nomina e revoca, la sua struttura organizzativa ed operativa (ivi inclusa la possibilità di delegare alcuni compiti a dei sotto-comitati), i meccanismi di *reporting* al board. Fra i compiti assegnati alla *remuneration committee* vi sono l'obbligo di:

- approvare e rivedere i parametri per la misurazione dei compensi del CEO, del quale dovrà inoltre valutare le performance nel continuo e stabilire – sulla base di detti parametri – la remunerazione complessiva;
- preparare le raccomandazioni per il board con riferimento ai compensi degli altri amministratori esecutivi, nonché delle remunerazioni *incentive* ed *equity-based* sottoposte all'approvazione del board stesso;

(¹⁵¹) In particolare, si legge che é richiesta una “*clear, concise and understandable disclosure of all plan and non-plan compensation awarded to, earned by, or paid to the named executive officers (...), and directors (...), by any person for all services rendered in all capacities to the registrant and its subsidiaries, unless otherwise specifically excluded from disclosure (...)*”.

(¹⁵²) Il consiglio di amministrazione può attribuire i compiti di spettanza del comitato per le remunerazioni ad altri comitati, purché questi presentino le sue medesime caratteristiche. Inoltre, il board può delegare, in tutto o in parte, i propri poteri in materia di definizione dei compensi al comitato remunerazioni.

– valutare, su base annuale, le performance d’impresa alle quali sono legati i compensi degli esponenti aziendali e, nel determinare la componente di lungo periodo della remunerazione del CEO, tenere in debita considerazione il ritorno per gli azionisti, il valore delle remunerazioni erogate ai CEO di imprese comparabili, i compensi erogati negli anni precedenti.

Il *NYSE Listed Company Manual* stabilisce un’altra importante regola che le imprese quotate statunitensi, finanziarie e non, sono chiamate a rispettare. Questa si fonda sulla considerazione che “*shareholders must be given the opportunity to vote on all equity-compensation plans and material revisions thereto, with limited exemptions (...)*” ed attribuisce, dunque, all’assemblea dei soci la facoltà di esprimere il proprio voto circa le remunerazioni erogate sulla base di piani incentivanti *equity-based* ⁽¹⁵³⁾. Ciò per permettere agli azionisti di essere a conoscenza dei fatti che potrebbero impattare sulla struttura proprietaria dell’impresa, con potenziali effetti diluitivi del capitale. Questa disposizione è stata ripresa dal DFA, che ne ha ampliato la portata richiedendo un voto sulle remunerazioni complessivamente erogate ai vertici aziendali e dipendenti dell’impresa e trova già ampio riscontro nelle prassi della maggioranza delle *public companies* finanziarie statunitensi.

La *FED Guidance on sound Compensation Policies*, emanata nel giugno 2010 dalla *FEDeral Reserve* di concerto con altre

⁽¹⁵³⁾ Un *equity-compensation plan* è definito come “*a plan or other arrangement that provides for the delivery of equity securities (either newly issued or treasury shares) of the listed company to any employee, director or other service provider as compensation for services. Even a compensatory grant of options or other equity securities that is not made under a plan is, nonetheless, an "equity-compensation plan" for these purposes*”.

autorità di vigilanza ⁽¹⁵⁴⁾, si applica a tutte le *banking organization* statunitensi ⁽¹⁵⁵⁾ e rappresenta probabilmente la forma di regolamentazione (seppur non vincolante) più vicina alla disciplina delle remunerazioni esistente in Europa. Le linee guida, infatti, riconoscendo il ruolo giocato dalle politiche di remunerazione nell'insorgere ed aggravarsi della crisi, stabiliscono regole più stringenti per le remunerazioni dei soggetti operanti all'interno dell'impresa bancaria e, in particolare dei *senior executives* e degli altri soggetti responsabili della supervisione dell'impresa o delle singole linee di business, nonché dei dipendenti e dei gruppi di dipendenti la cui attività – singolarmente o collettivamente considerati – impatta sul profilo di rischio complessivo dell'impresa (cd. *risk-takers*).

Le linee guida della FED si applicano a tutte le organizzazioni bancarie, indipendentemente dalla loro struttura, dimensione o complessità; tuttavia, secondo un approccio a noi conosciuto e coerente con l'impostazione del *Financial Stability Board*, sono disegnate principalmente per le istituzioni finanziarie di maggiore dimensione (le cd. *large banking organizations*, LBOs) ⁽¹⁵⁶⁾. Le politiche di remunerazione, le procedure interne ed i

⁽¹⁵⁴⁾ Sono queste l'*Office of the Comptroller (OCC)*, l'*Office of Thrift Supervision (OTS)* e la *FEDeral deposit insurance corporation (FDIC)*.

⁽¹⁵⁵⁾ Con il termine *banking organization* si fa riferimento alle “*national banks, State member banks, State nonmember banks, Savings associations, U.S. bank holding companies, Saving and loans holding companies, Edge and agreements corporations, U.S. operations of foreign banking organizations with a branch, agency or commercial lending company in the United States*”. Per ciascuno dei tre principi di cui si compone il documento, vengono indicate le regole più specifiche che devono essere applicate dalle imprese di maggiori dimensioni (cd. *LBOs – Large banking organizations*).

⁽¹⁵⁶⁾ Come stabilito dalle guidelines “*LBOs should have and adhere to systematic and formalized policies, procedures, and processes. These are considered important in ensuring that incentive compensation arrangements for all covered employees are identified and reviewed by appropriate levels of management*”.

meccanismi incentivanti delle imprese di minori dimensioni dovranno essere conformi a quanto disposto dalla autorità di vigilanza, sebbene potranno essere “*less extensive, formalized, and detailed than those of LBOs*” ⁽¹⁵⁷⁾.

I tre principi fondamentali sui quali si fondano le *guidelines* della FED sono i seguenti. In primo luogo, le politiche di remunerazione devono essere costruite in maniera tale da consentire un adeguato bilanciamento fra rischi assunti e risultati perseguiti, non incoraggiando un’assunzione eccessiva dei primi. A questo principio si accompagnano regole più precise secondo cui le remunerazioni devono essere legate agli obiettivi di lungo periodo dell’impresa, aggiustate per tutte le tipologie di rischio che l’impresa si assume e definite anche sulla base di indicatori quantitativi, oltre che finanziari. Inoltre, il pagamento dei compensi così definiti deve essere differito, in modo da consentire ulteriori aggiustamenti per i risultati conseguiti nel lungo periodo.

Secondariamente, per la definizione ed effettiva implementazione delle politiche di remunerazione devono essere approntati adeguati meccanismi di *risk-management* e controllo interno, sostenuti da un coinvolgimento attivo delle rispettive funzioni interne e seguiti da un attento processo di valutazione *ex-post* del legame fra performance e remunerazioni.

(including the board of directors where appropriate and control units), and that they appropriately balance risks and rewards”.

⁽¹⁵⁷⁾ Anche a livello di supervisione vi è una sostanziale differenza fra le LBOs e le imprese di minori dimensioni. Le prime sono infatti sottoposte ad un’analisi ispettiva e cartolare (cd. *horizontal review*) approfondita e ulteriore rispetto ai normali controlli posti in essere dall’autorità di vigilanza; il grado di compliance delle seconde, invece, verrà valutato nell’ambito della ordinaria attività di vigilanza (“*Supervisory reviews of incentive compensation arrangements at smaller, less-complex banking organizations will be conducted by the Agencies as part of the evaluation of those organizations’ risk-management, internal controls, and corporate governance during the regular, risk-focused examination process*”).

Infine, politiche di remunerazioni efficienti ed adeguatamente bilanciate devono inserirsi all'interno di solidi meccanismi di governo societario, che attribuiscono la responsabilità ultima al consiglio di amministrazione e in parte al comitato remunerazione, laddove istituito. Con tale ultima previsione viene palesato il raccordo funzionale fra la tematica dei compensi e quella, più generale, della corporate governance, di cui la prima – secondo una impostazione ormai condivisa a livello internazionale – costituisce una parte integrante.

Il più recente intervento normativo sul tema delle remunerazioni è rappresentato dall'*Emergency Economic Stabilization Act* (EESA), introdotto nel 2008 e volto a definire una serie di regole molto precise per tutti i soggetti (in difficoltà) che accedevano al *Troubled Asset Relief Program* (TARP). Ad ottobre 2010, la linea di aiuti programmata dal Governo americano è stata chiusa e le norme in esso contenute, anche quelle relative alle politiche di remunerazione, vengono meno e rimangono valide per i soli soggetti i cui programmi di assistenza non si sono ancora conclusi.

In esso erano contenuti alcuni divieti espliciti per i soggetti che accedevano ai programmi di assistenza governativi. In particolare, era espressamente stabilito che ogni istituzione finanziaria che avesse accesso al TARP si dotasse di ulteriori e solidi presidi di corporate governance e seguisse un'adeguata politica di remunerazione, ai sensi della quale: fossero definiti limiti alle remunerazioni degli esponenti aziendali al fine di prevenire l'assunzione eccessiva dei rischi; fosse vietata ogni forma di "golden parachute" durante il periodo di assistenza governativa; fossero restituiti i compensi ricevuti indebitamente (vale a dire

sulla base di performance e altri criteri che manifestatamente errati) ⁽¹⁵⁸⁾.

Quanto precede, come già si è avuto modo di spiegare nel capitolo secondo, è rappresentativo del carattere contingente di taluni interventi regolamentari, legati alla necessità di porre rimedio – in via transitoria – a situazioni di emergenza strutturale di adeguati, funzionanti e completi presidi di corporate governance.

4. Le nuove regole contenute nel *Dodd-Frank Act*

Le nuove disposizioni contenute nel *Dodd-Frank Act* in materia di governo societario e politiche di remunerazioni delle imprese finanziarie statunitensi. Ad una lettura complessiva dell'insieme delle norme contenute nel DFA è possibile affermare che le regole connesse con la *corporate governance* delle istituzioni finanziarie possono essere divise in due parti:

La prima individua le norme direttamente riferibili alla disciplina degli assetti societari e amministrativi delle imprese vigilate che vanno sotto la sezione intitolata “*Strengthening Corporate Governance*”. Esse non sono numerose, hanno spazio limitato all'interno del complesso di regole estremamente ampio del DFA; tuttavia aggiungono un ulteriore tassello alle normative di riferimento già esistenti (cfr. par. 2 di questo allegato). Come per altre numerose disposizioni, il DFA rimanda alla disciplina secondaria della SEC l'obbligo di richiedere che le *public companies* rendano noti se, ed i motivi per cui, la funzione di CEO e di *chairman* del consiglio di amministrazione sono state unite ovvero disgiunte.

⁽¹⁵⁸⁾ Per un'analisi completa delle risultanze del TARP, si veda il *Quarterly Report to Congress* del SIGTARP (www.sig tarp.gov/reports.shtml); è questo il cd. “Ispettorato TARP”, ufficio costituito ai sensi dell'EESA al fine di monitorare e vigilare sull'andamento delle spese e dei rimborsi all'interno del programma di assistenza governativa.

La seconda si compone invece di quelle disposizioni “sparse nel testo” che trovano più spazio rispetto alle precedenti e che impattano in maniera rilevante sugli assetti amministrativi ed organizzativi delle *public companies* statunitensi, sebbene definite al di fuori dei capitoli espressamente dedicati alla *corporate governance*. In questo ambito, la norma di maggiore importanza è senza dubbio quella che impone a tutte le *public companies* statunitensi a rilevanza sistemica ⁽¹⁵⁹⁾ di istituire al proprio interno una *risk committee*, la cui funzione principale è quella di definire il livello di rischio che l’impresa è in grado di assumersi e monitorare che l’andamento dei rischi complessivi derivanti dall’operatività aziendale sia coerente con la soglia stabilita. La *risk committee*, secondo un’impostazione estremamente innovativa rispetto al passato, proprio per le sue caratteristiche è chiamata inoltre a partecipare attivamente alla definizione delle politiche di remunerazione dell’impresa. I suoi componenti devono essere tutti amministratori indipendenti e fra loro deve esservi almeno un esperto di *risk management* che abbia esperienza nella gestione del rischio di imprese di grandi dimensioni e complessità. È competenza del *Financial stability oversight Council* (FSOC) – organismo istituito dal DFA – definire, entro un anno dall’entrata in vigore del DFA, le regole che individuano le imprese che – oltre a quelle a rilevanza sistemica – potrebbero essere chiamate a rispettare l’obbligo in esame, nonché le caratteristiche dei consiglieri indipendenti.

Dai contatti con diversi attori coinvolti dalla riforma del sistema finanziario statunitense, è emerso come l’impostazione seguita dal DFA in relazione al tema della gestione del rischio nelle imprese finanziarie – in generale e, soprattutto, con particolare

⁽¹⁵⁹⁾ Per quel che riguarda le istituzioni finanziarie: le imprese finanziarie non bancarie ovvero *le holding company* di un gruppo bancario identificate come sistemiche dalle autorità competenti, cfr. nota n. 3.

riferimento al tema dei compensi – rappresenti una *novità* per le pratiche di mercato attualmente in essere. Alla luce di questa considerazione, su questo aspetto più di altri, è sentita la necessità di un cambio nella mentalità degli operatori di mercato, che porti al rispetto sostanziale dei presidi posti a diretta tutela dei rischi connessi con il propagarsi di eventi patologici di taluni intermediari a tutto il sistema economico-finanziario considerato nel suo complesso.

Sempre al di fuori dei capitoli della *corporate governance* troviamo alcune disposizioni che, da un lato, stabiliscono – sempre con riferimento alle istituzioni a rilevanza sistemica – specifici obblighi di *disclosure*; dall'altro, attribuiscono forti poteri di intervento alle autorità di vigilanza nella *governance* dell'impresa (¹⁶⁰). Le novità introdotte dal DFA per la corretta definizione e l'adeguato funzionamento delle politiche di remunerazione all'interno delle imprese finanziarie americane sono sostanzialmente il riflesso di *best practices*; definiscono dunque regole nuove, che tuttavia sono già in parte applicate dalla pluralità dei loro destinatari. Da dicembre del 2009 la *FEDeral Reserve*, in collaborazione con le altre autorità di vigilanza, ha iniziato la cd. *horizontal review* delle politiche e pratiche di remunerazione adottate dalle LBOs e dei relativi meccanismi di *risk-management*, controllo e *corporate governance*. L'obiettivo di questa specifica attività di supervisione – che si aggiunge ai controlli normalmente

(¹⁶⁰) E' questo il caso in cui é consentito alla FED ovvero all'FDIC, se competente, di proibire ad un amministratore esecutivo di un'istituzione finanziaria di prendere parte – per non meno di due anni – all'attività imprenditoriale di qualsiasi impresa finanziaria qualora le Autorità stabiliscano che questi: 1) abbia agito in violazione di qualsiasi norma di legge o contratto scritto; 2) abbia preso parte o promosso qualsiasi tipo di attività considerata *unsafe and unsound*; 3) abbia commesso o promosso azioni che minano il dovere di fiducia degli amministratori; 4) dall'esercizio delle attività che precedono – svolto in maniera disonesta e continuata – abbia ottenuto un beneficio personale o un guadagno, contribuendo all'instabilità e fallimento dell'impresa finanziaria.

effettuati su questi soggetti – è di evidenziare e monitorare i progressi del segmento bancario e finanziario verso sistemi incentivanti prudenti ed adeguatamente disegnati, nonché di identificare le *best practices* e cercare di spingere verso ulteriori progressi in questo campo. Oltre a questa attività di supervisione, è stato richiesto un contributo attivo a tutte le LBOs, chiamate a sottoporre alle autorità di vigilanza i risultati dell'auto-valutazione (*self-assessment*) condotta circa gli eventuali problemi riscontrati nell'implementazione delle proprie politiche di remunerazione, da presentare insieme ad un programma strutturato di azioni pensato per porvi rimedio.

Dall'interazione di queste due distinte attività – l'una posta in essere dai *regulators*, l'altra dai soggetti vigilati – emergono segnali positivi che danno evidenza dei miglioramenti mostrati dalle imprese finanziarie nella definizione delle proprie politiche di remunerazione ⁽¹⁶¹⁾. Le risultanze dei lavori così condotti saranno la base per la nuova regolamentazione che sempre la FED, in

⁽¹⁶¹⁾ E' di ottobre 2011 l'ultimo documento con cui il *Board of Governors* della FED dà evidenza dei risultati della citata *horizontal review* ("*Incentive Compensation Practices: A Report on the Horizontal Review of Practices at Large Banking Organizations*"); da esso emergono i progressi effettuati dalle 25 LBOs statunitensi nell'adozione di politiche e prassi di remunerazione prudenti e coerenti con un'ottica di lungo periodo. In generale, dalla lettura del documento è possibile percepire i netti miglioramenti che l'autorità di vigilanza ha verificato nel corso della sua analisi, in particolare con riferimento al potenziamento dei meccanismi di ex-post *risk-adjustment*, utilizzo di indicatori quali-quantitativi di lungo periodo, coinvolgimento delle funzioni interne essenziali per la definizione di adeguati piani di incentivazione (es. *risk management*, risorse umane, *internal audit*, etc.), i più pregnanti ruoli e responsabilità del consiglio di amministrazione soprattutto nel controllo sul funzionamento di tali piani. Si veda anche, per un commento di più ampia portata, ALVAREZ (*General Counsel* del *FEDeral Reserve Board of Governors*), *Incentive Compensation. Before the House Committee on Financial Services*, Washington, D.C., 24 settembre 2010, reperibile sul sito <http://www.FEDeralreserve.gov/newsevents/testimony/alvarez20100924a.htm>.

collaborazione con altre autorità di vigilanza, avrebbe dovuto emanare – ai sensi del DFA – entro il 2011 ⁽¹⁶²⁾.

Le principali norme introdotte nel concreto dal *Dodd-Frank Act* con riferimento al tema dei compensi sono raccolte nella sezione intitolata “*Accountability and Executive Compensation*” ⁽¹⁶³⁾ ed individuano le autorità competenti per l’emanazione della normativa secondaria. In particolare, notiamo come l’assemblea dei soci sia chiamata ad approvare, almeno una volta ogni tre anni, i piani di remunerazione stabiliti per i *top executives* dell’impresa (e deve inoltre esprimersi, almeno una volta ogni sei anni, sulla volontà di votare sul tema dei compensi ogni uno, due o tre anni). Ciascuna impresa dovrà inoltre rendere adeguata informativa circa la mediana della remunerazione complessiva annua pagata a tutti i dipendenti (ad esclusione del CEO, o figura equivalente) e il compenso complessivamente percepito dal CEO, nonché il rapporto fra questi due importi. Nonostante questa norma di dettaglio, l’insieme di materie che devono essere sottoposte al voto – non vincolante – degli *shareholders* riguardano principalmente i meccanismi attraverso cui sono stati disegnati i sistemi incentivanti e, in particolare, il modo in cui i compensi sono stati legati alle performance e agli obiettivi di lungo periodo dell’impresa. È possibile dire che nella sostanza il principio del *say-on-pay*, che attraverso le norme del DFA vuole essere rappresentato e rafforzato, si identifica con quello del *say-on-performance*, ossia con la necessità di raccontare ciò che è dietro ai compensi piuttosto che il loro ammontare.

⁽¹⁶²⁾ Sebbene la consultazione pubblica su una prima proposta di regolamentazione si sia conclusa a maggio del 2011, ancora non sono state emanate le disposizioni secondarie attuative del DFA su questa specifica materia.

⁽¹⁶³⁾ Questa, come quella sulla *corporate governance*, è inserita nella parte dedicata alla tutela dei consumatori (cfr. appunto, par. 2, punto 2).

Una norma più specifica riguarda invece i casi in cui l'impresa viva una riorganizzazione (come ad esempio una fusione, un'acquisizione, etc.); in questo caso la legge chiede di sottoporre al voto dell'assemblea dei soci anche i *golden parachutes* e tutti i compensi garantiti ai vertici aziendali in connessione con tale operazione straordinaria. Anche in questo caso: *a)* il voto richiesto all'assemblea dei soci non è vincolante per i motivi e con le conseguenze già viste (cfr. par. 1); *b)* l'assemblea chiamata a votare è la prima che si terrà dopo i sei mesi dall'entrata in vigore del DFA. In questa circostanza, però, affinché il voto possa essere espresso devono attendersi le disposizioni secondarie della SEC, ad oggi non ancora esistenti.

Con riferimento al comitato per le remunerazioni, è stabilito che questo sia composto da soli amministratori indipendenti. La SEC dovrà definire quali siano le caratteristiche al ricorrere delle quali questa indipendenza è verificata; nel fare ciò dovrà tenere in considerazione un serie di fattori espressamente richiamati dal DFA (es. esistenza di legami fra il membro della *compensation committee* e l'impresa di cui è chiamato a verificare i meccanismi di compenso). Il comitato per le remunerazioni può avvalersi di soggetti esterni (ad esempio consulenti) che devono rispettare gli stessi requisiti di indipendenza richiesti per i componenti della *compensation committee*; il comitato rimane responsabile per tutte le azioni poste in essere da detti soggetti, sui quali deve essere data adeguata informativa all'assemblea dei soci (cui devono essere comunicate anche le eventuali situazioni di conflitto di interessi in cui possono versare) ⁽¹⁶⁴⁾.

⁽¹⁶⁴⁾ Sebbene l'indipendenza del comitato per le remunerazioni sia già in parte verificata, ai sensi delle discipline del NYSE e del NASDAQ, alcuni sono dell'opinione che "*the implementation of this provision of the Act is expected to impose additional factors to be considered in determining the independence of a director to serve the compensation committee*" (CHADBOURNE & PARK LLP, *Dodd-Frank Act: executive compensation and corporate governance provisions*, Client

Regole precise sono introdotte al fine di consentire all'impresa di ottenere (entro i tre anni successivi al pagamento) la restituzione dei compensi (cd. *compensation claw-back*) erogati agli *executive officers* sulla base di piani finanziari errati e, dunque, non in grado di rappresentare al meglio l'effettiva situazione di rischio e finanziaria dell'impresa. La SEC è chiamata a definire l'informativa che le imprese dovranno rendere al pubblico circa le politiche di *claw-back* definite e implementate. La norma riprende in parte ed amplia a tutte le imprese finanziarie – indipendentemente dalla loro situazione reddituale – le regole stabilite nel EESA con riferimento al programma governativo di assistenza alle imprese in crisi ⁽¹⁶⁵⁾.

Alert, 12 agosto 2010). Secondo il programma di attività normativa della SEC (<http://www.sec.gov/spotlight/dodd-frank/dfactivity-upcoming.shtml>) le norme di indipendenza dovrebbero essere definite nella seconda metà del 2011.

⁽¹⁶⁵⁾ L'impresa è inoltre chiamata a rendere pubbliche le eventuali strategie adottate dai propri dipendenti a copertura delle posizioni assunte in funzione delle remunerazioni pagate tramite strumenti finanziari dell'impresa stessa (*hedging strategies*). E' del 25 gennaio 2011 la *Final Rule* che recepisce (per tutte le società quotate) parte delle nuove norme delineate dal DFA; sono queste quelle in merito all'approvazione, da parte dell'assemblea dei soci, dell'*executive compensation* e dei *golden parachutes* erogati in caso di operazioni straordinarie d'azienda. Le altre regole, contenute nel *Dodd-Frank* e la cui implementazione è demandata alla SEC, riguardano in particolare gli obblighi di informativa, il comitato per le remunerazioni (e la definizione di amministratori "indipendenti", di cui deve comporsi), i meccanismi di *claw-back* sui compensi erogati agli *executive officers* sulla base di piani finanziari errati, le strategie di copertura del rischio adottate dai propri dipendenti a copertura delle posizioni assunte in funzione delle remunerazioni pagate tramite strumenti finanziari dell'impresa stessa. E' invece del 30 marzo 2011 la *Proposed Rule on Compensation Committee and Adviser Independence* che disciplina il comitato per le remunerazioni ed individua i requisiti di "indipendenza" di cui deve essere in possesso la maggioranza dei suoi componenti. Le altre regole, contenute nel *Dodd-Frank* e la cui implementazione è demandata alla SEC riguardano in particolare gli obblighi di informativa, i meccanismi di *claw-back* sui compensi erogati agli *executive officers* sulla base di piani finanziari errati, le strategie di copertura del rischio adottate dai propri dipendenti a copertura delle posizioni assunte in funzione delle remunerazioni pagate tramite strumenti finanziari dell'impresa stessa.

Nel DFA sono definite, infine, importanti misure che si aggiungono agli sforzi che nei tempi più recenti le autorità americane, ed in particolare la *FEDeral Reserve*, stanno portando avanti sul tema delle remunerazioni. Questo richiede infatti che, entro nove mesi dalla sua entrata in vigore¹⁶⁶, la FED, l'*Office of the Comptroller* (OOC), il *FEDeral deposit insurance corporation* (FDIC), l'*Office of thrift supervision* (OTS), la *National Credit Union Administration* (NCUA), la *Securities Exchange Commission* (SEC) e la *FEDeral Housing Finance Agency* (FHFA) emanino congiuntamente nuove regole riguardanti il tema specifico delle remunerazioni (¹⁶⁷).

Queste si applicheranno alle cd. *covered financial institutions* (¹⁶⁸), chiamate dal *Dodd-Frank Act* a fornire alle autorità competenti tutte le informazioni necessarie per permettere a queste ultime di valutare prontamente se la struttura dei compensi: a) rappresenti un incentivo all'assunzione eccessiva dei rischi; b) possa condurre a perdite di natura finanziaria. Come sempre, non è

(¹⁶⁶) Vale a dire entro il 21 aprile 2011, data che non è stata rispettata per l'emanazione di tutta la regolamentazione secondaria attuativa del DFA.

(¹⁶⁷) Il 10 marzo 2011 le Autorità coinvolte hanno sottoposto a consultazione pubblica (che si è conclusa decorsi 45 giorni dalla pubblicazione del testo) la *Proposed Rule on Incentive-based Compensation Arrangements*, chiarendo che la scelta di ricorrere ad una norma di legge – piuttosto che a delle *guidelines* – è motivata dalla volontà di introdurre regole che dovranno essere necessariamente applicate da tutte le “*covered financial institutions*”, senza possibilità di deroghe decise a livello di singola impresa. Ciò non toglie che ciascuna Autorità possa emanare linee guida supplementari, specifiche per il settore sottoposto alla propria vigilanza. Una volta approvata, la legge dovrebbe entrare in vigore “a regime” 6 mesi dopo la sua pubblicazione. Il testo della *Proposed Rule* è reperibile all'indirizzo <http://www.FEDeralreserve.gov/newsevents/press/bcreg/bcreg20110330a1.pdf>.

L'emanazione delle disposizioni finali doveva avvenire, ai sensi del DFA, entro il 21 aprile 2011 cosa che non è stata possibile (anche perché la consultazione si è conclusa appena qualche giorno prima di questa scadenza, il 15 aprile).

(¹⁶⁸) Con questo termine si intendo una serie di soggetti differenti, fra i quali sono ricomprese le banche e le capogruppo di un gruppo bancario.

meglio specificato come le autorità siano chiamate a svolgere queste valutazioni, che dovranno essere definite in un momento successivo. Ad ogni modo, con un approccio estremamente innovativo rispetto al passato è attribuito a queste autorità il potere di proibire qualsiasi forma di remunerazione che ritengono lesiva di una struttura dei compensi sana e ben bilanciata (ai sensi della normativa secondaria di cui sopra).

5. Il dibattito sull'efficacia delle nuove norme

Le nuove disposizioni introdotte dal DFA in tema di corporate governance e sistemi incentivanti destano dubbi fra gli operatori di mercato che si interrogano sulla efficacia di norme emanate a seguito di una crisi o di scandali finanziari. Il DFA sarebbe solo l'ultimo degli esempi; si pensi infatti alla disciplina SEC del 1934 – nata per porre rimedio alla Grande depressione del finire degli anni '20 del secolo scorso – oppure al *Sarbanes-Oxley Act*, pietra miliare per la disciplina della *corporate governance* delle imprese statunitensi, sorto dopo i noti crack dei colossi *Enron* e *WorldCom*, fra gli altri; entrambi questi interventi regolamentari hanno parzialmente disatteso i benefici sperati dall'opinione pubblica e dagli investitori, per cui oggi è doveroso guardare alla riforma del luglio del 2010 con maggiori capacità critiche e attenzione. Con particolare riferimento al tema dei compensi, diversi studi di settore confermavano come – prima dell'emanazione del DFA e della vera e propria implementazione delle regole contenute nelle linee guida della FED (vd. *supra*) – le remunerazioni nelle imprese finanziarie statunitensi a rilevanza sistemica fossero in media superiori a quelle corrisposte nella generalità delle altre imprese ⁽¹⁶⁹⁾. Sebbene i compensi siano stati

⁽¹⁶⁹⁾ Si veda, per tutti, COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS, “*Wall Street Pay. Size, Structure and Significance for Shareowners*”, novembre 2010.

volontariamente ridotti subito dopo l'insorgere della crisi, è auspicabile che i colossi dell'industria bancaria americana siano chiamati a un'ulteriore stretta, in particolare attraverso l'introduzione di meccanismi di *deferral* di più lungo periodo e il pagamento di gran parte della remunerazione variabile in *equity*.

L'auspicio degli esperti di settore è quello che le autorità chiamate a realizzare la disciplina contenuta nel DFA siano in grado di dare seguito alle dichiarazioni di intenti ad esso sottese. In particolare, attira su di sé grande attenzione la capacità delle diverse autorità di vigilanza statunitensi di collaborare in maniera efficace. Ciò è vero ancor di più con riferimento alla regolamentazione di soggetti bancari – in particolare quelli di grande dimensione – che deve essere per legge emanata *congiuntamente* da più autorità.

Valutazioni senza dubbio positive circa il complesso disciplinare rappresentato dal DFA si contrappongono alle preoccupazioni in precedenza esposte: le innovazioni apportate alla *governance* delle imprese finanziarie e al tema delle remunerazioni, sia sotto l'ottica degli intermediari che delle autorità competenti, rappresentano una valida occasione per cambiare il punto di vista su una tematica fino ad ora poco sviluppata.

Tra le principali finalità dell'attività di regolamentazione e di supervisione vi è la realizzazione e verifica di adeguati presidi aziendali, volti a disincentivare un'assunzione eccessiva dei rischi slegata da valutazioni di lungo periodo e dalle effettive capacità patrimoniali dell'impresa. E' infatti opinione comune ⁽¹⁷⁰⁾ che

⁽¹⁷⁰⁾ Anche numerosi documenti internazionali che disciplinano il tema dei compensi, secondo approcci diversi ma guidati dal perseguimento dei medesimi obiettivi di stabilità del sistema, nelle proprie premesse affermano quanto appena detto. Si vedano, per tutti, gli *High Level Principles* emanati dal CEBS (*Committee of European Banking Supervision*, dal 1° gennaio 2011 *European Banking Authority*, EBA) e i *Principles for sound compensation practices* e gli

sistemi di incentivazione non adeguatamente costruiti e bilanciati hanno rappresentato uno dei principali fattori alla base dell'insorgere della recente crisi finanziaria. Tale assunto è poi tanto più vero quanto maggiore è la rilevanza sistemica delle imprese coinvolte: per questa tipologia di operatori più che per altri, infatti, i sistemi di remunerazione vanno disegnati in modo tale da garantire un legame concreto non solo con i risultati ma anche e soprattutto con i rischi assunti. Questi ultimi possono essere gestiti, secondo le reali possibilità dell'impresa, anche attraverso meccanismi di incentivazione appropriati ⁽¹⁷¹⁾ e attraverso una adeguata informativa sugli stessi.

Anche per queste ragioni, è importante che la regolamentazione secondaria intervenga quanto prima per completare il quadro normativo. I ritardi registrati nella realizzazione della normativa secondaria sono giustificati dalla complessità e ampiezza dei temi trattati. C'è grande interesse negli USA a confrontare le norme emanate dai *regulators* con quelle – più stringenti – di recente introdotte in Europa ⁽¹⁷²⁾. E le banche europee non nascondono la preoccupazione che una regolamentazione statunitense meno stringente, che possa esporle a rilevanti svantaggi competitivi.

Tornando al confronto fra le regole europee e quelle statunitensi, il DFA sicuramente rappresenta un passo in avanti

Implementing Standards emanati dal *Financial Stability Board* (all'epoca *Financial Stability Forum*).

⁽¹⁷¹⁾ In questo senso si rende dunque necessario che le nuove regole prevengano futuri fallimenti del mercato e impongano sistemi incentivanti che consentano un'imputazione diretta al singolo dei rischi assunti per conto dell'impresa, così come comportino una riduzione (sino all'azzeramento) della sua remunerazione a fronte di un danno causato all'impresa stessa – e, quindi, al sistema – per un'assunzione di rischi eccessiva.

⁽¹⁷²⁾ Si vedano, per tutti, LUCCHETTI e SCAEFER MUNOZ, “U.S. considers new push on bank pay. Deferred executive compensation seen as a way to limit risk-taking; trying to align incentives”, *The Wall Street Journal*, 21 dicembre 2010.

verso l'uniformità delle regole a livello internazionale. Anche la riforma del luglio 2010 aiuta ad integrare la normativa esistente in materia di corporate governance degli enti creditizi e, con particolare riferimento al tema dei compensi, recepisce i principi e gli standard dettati dall'FSB. Questi ultimi, come già visto con riferimento alla disciplina italiana, sono stati espansi e resi vincolanti in ambito europeo dalla direttiva 2010/76 (cd. CRD III); è pertanto doveroso sottolineare che, ancora oggi, non ci sono norme statunitensi che riproducano appieno quanto stabilito in ambito internazionale.

Occorre chiedersi se le disposizioni del DFA si muovano o meno verso la piena convergenza con quelle che si vanno affermando in ambito europeo ⁽¹⁷³⁾, obiettivo auspicabile in considerazione della globalizzazione dei mercati finanziari e della parità concorrenziale che deve essere garantita alla totalità delle imprese, a livello mondiale. Tale parità si realizza anche attraverso meccanismi di *governance* omogenei (nel rispetto delle caratteristiche proprie di ciascuna organizzazione e, dunque, nei limiti del principio di proporzionalità che deve caratterizzarne l'aderenza alle regole) e politiche di incentivazione che consentano a tutti di attrarre e mantenere risorse qualificate. In generale, dalla lettura dei risultati della prima *peer review* dell'FSB pubblicati nel marzo 2010 ⁽¹⁷⁴⁾, erano evidenti le differenze esistenti fra Europa e USA: la prima si caratterizza per un approccio di tipo

⁽¹⁷³⁾ La Direttiva 2010/76, cd. CRD 3, ha introdotto – fra i generalizzati poteri delle Autorità competenti di richiedere agli intermediari di adottare tempestivamente le azioni o le misure necessarie per far fronte agli impegni di carattere prudenziale richiesti dalla regolamentazione comunitaria – la possibilità di imporre limiti alla componente variabile della remunerazione quando incompatibile con il mantenimento di una solida base di capitale (art. 136, lett. f), della direttiva 2006/48, come modificata dalla CRD 3).

⁽¹⁷⁴⁾ Si veda l'*FSB Thematic Review on Compensation, Peer Review Report*, 30 marzo 2010; reperibile sul sito www.financialstabilityboard.org.

prevalentemente regolamentare (approccio *rule-based*), la seconda privilegia invece un approccio di supervisione che notoriamente viene definito come *principle-based* ⁽¹⁷⁵⁾.

Più recentemente, nell'ottobre 2011, i risultati della seconda *peer review* condotta dall'FSB sull'applicazione effettiva dei propri principi e standard in materia di compensi ⁽¹⁷⁶⁾, ha in parte confermato le preoccupazioni esistenti circa le divergenze osservabili fra i diversi stati membri dell'organizzazione internazionale. In parte ha invece dato evidenza di alcuni importanti progressi verso la convergenza delle prassi, oltre che – ancor più a monte – delle regole sulle remunerazioni delle imprese finanziarie a rilevanza sistemica.

Se da un lato, dunque, sono evidenti i passi in avanti compiuti lungo la strada verso l'omogeneità delle regole e, conseguentemente, della parità di trattamento delle diverse imprese finanziarie a livello globale ⁽¹⁷⁷⁾, dall'altro ancora permangono difformità negli approcci seguiti. Come riconosciuto

⁽¹⁷⁵⁾ Ciò emerge chiaramente dal paragrafo introduttivo del Report dell'FSB (pagg. 4 e ss.), nel quale si afferma che diversi Paesi, principalmente europei, “*have adopted an implementation model that includes a mix of enforceable regulation and supervisory oversight*”; altri (fra cui gli Stati Uniti, il Giappone, etc.) “*follow a primarily supervisory approach to implementation, involving principles and guidance and the associated supervisory reviews*”.

⁽¹⁷⁶⁾ Cfr. FSB, *2011 Thematic Review on Compensation Peer Review Report*, 7 ottobre 2011; reperibile sul sito www.financialstabilityboard.org. Come si leggeva dalla *press release* con cui venne lanciata la seconda *peer review*, a maggio 2011, “*the objectives of the reviews are to encourage consistent cross-country and cross-sector implementation, to evaluate the extent to which standards and policies have had their intended results and, where relevant, to make recommendations for potential follow-up by regulators, supervisors and standard setters. They provide an opportunity for FSB members to engage in dialogue with their peers and to share lessons and experiences*”.

⁽¹⁷⁷⁾ Dei 24 paesi membri dell'FSB, 13 hanno adottato tutti i principi e gli standard FSB emanata nell'aprile e nell'ottobre del 2009, rispetto ai 6 della prima *peer review*; cfr. *2011 Thematic Review on Compensation Peer Review Report*, 7 ottobre 2011, p. 8.

dallo stesso FSB, infatti, molti paesi continuano ad adottare una linea di intervento basata sulla flessibilità, in particolare nell'implementazione degli standard "più stringenti" (vale a dire quelli più pervasivi da un punto di vista dell'organizzazione societaria, che impongono delle percentuali minime di remunerazione variabile e di differimento, e così via). Questo aspetto è vero anche per altri settori disciplinari oggetto di analisi da parte degli organismi internazionali ⁽¹⁷⁸⁾, dai quali è possibile inoltre percepire la differente velocità nell'implementazione di aspetti specifici di regolamentazioni comuni (sotto un profilo del sostrato dal quale provengono).

6. Regole di mercato e prospettive future: verso una possibile convergenza?

Negli ultimi anni, sia a livello nazionale che internazionale, il tema della corporate governance delle istituzioni finanziarie ha assunto sempre maggiore rilievo. Sono stati numerosi, infatti, gli interventi realizzati o programmati per rafforzare le regole e i principi sui temi dell'organizzazione e del governo societario degli intermediari e superare così le inefficienze messe in luce dalla recente crisi finanziaria, anche nel riferimento alle caratteristiche dei soggetti che in essi operano. Come riconosciuto da più parti, infatti, fra le principali lacune emerse vi è stata l'incapacità degli esistenti meccanismi di corporate governance delle banche di evitare l'eccessiva assunzione dei rischi e garantire il perseguimento di strategie coerenti con gli obiettivi di lungo

⁽¹⁷⁸⁾ Sempre nell'ambito dei lavori condotti dall'FSB, che rappresenta in parte l'organo deputato ad attuare gli indirizzi decisi nell'ambito delle riunioni del G-20, si veda anche la *Thematic Review on Risk Disclosure Practices* di marzo 2011. Sul ruolo centrale dell'attività di "revisione" periodica e sistematica dei principi e degli standard FSB, si veda in particolare il documento "*FSB Framework for Strengthening Adherence to International Standards*", del 9 gennaio 2010.

periodo dell'impresa ⁽¹⁷⁹⁾. Le medesime carenze sono attribuibili parimenti all'operato delle forze politiche, economiche e di supervisione, nonché alle regole e agli standard internazionali esistenti, non adeguati a sostenere il peso di una crisi quale quella attuale; questi ultimi, come ben sappiamo, hanno richiesto infatti una pronta revisione, che tuttavia induce a riflettere sull'assunzione di misure prese – in questa come in altre occasioni – appena a ridosso di una crisi finanziaria. Su tale specifico aspetto appare utile riprendere quanto già detto nei capitoli precedenti ⁽¹⁸⁰⁾, con riferimento alla necessità di differenziare la tipologia e la natura degli interventi proposti in risposta alla crisi. Le azioni maturate in tale circostanza devono essere valutate in relazione alla loro capacità di perdurare oltre i confini temporali della crisi medesima, non potendo rappresentare – qualora si prefiggano una efficacia limitata nel tempo – un valido strumento di risoluzione della stessa ⁽¹⁸¹⁾. Come detto, questa differenziazione assume particolare rilievo per quel che attiene la normativa sulla corporate governance che, per sua natura, ha carattere primariamente strutturale (dovendosi impiantare in un'organizzazione stabile, quale quella societaria), che dunque mal si presta a interventi di breve periodo ⁽¹⁸²⁾.

⁽¹⁷⁹⁾ Più in generale, si ritiene che le inefficienze riscontrate nella governance delle banche abbiano rappresentato un ostacolo all'assunzione mirata e tempestiva, da parte degli intermediari, delle necessarie misure correttive.

⁽¹⁸⁰⁾ Si veda, in particolare, il Capitolo II.

⁽¹⁸¹⁾ CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, 2009, p. 4.

⁽¹⁸²⁾ A questo proposito, nel richiamato Capitolo II si è avuto modo di osservare che esistono ovviamente delle eccezioni, giustificate dalla “rarietà” degli eventi che ne sono a fondamento, rappresentate dalle misure (cd. anticrisi) finalizzate a ristabilire il rapporto di fiducia fra il sistema finanziario ed i suoi fruitori e, ancor prima, a ripristinare il corretto funzionamento dei mercati e a garantire adeguata stabilità al sistema, considerato nel suo complesso. Nelle pagine precedenti si è avuto a tal fine modo di gettare uno sguardo sui principali

In questo senso, l'analisi delle norme e della loro evoluzione nel tempo – anche alla luce di tutte le considerazioni sin qui condotte – appare di fondamentale importanza non solo nell'ottica del buon funzionamento del mercato, ma anche per la valutazione della *bontà* delle regole stesse che ad esso sono funzionali (valutazione da cui si potranno eventualmente identificare i punti di debolezza e i nuovi interventi da programmare in tale prospettiva). In generale, si ritiene che – indipendentemente dall'ambito di studio che ci occupa – il rispetto delle regole sia lo strumento principale per assicurare il buon funzionamento di un sistema economico-finanziario, nonché – ancor prima – degli operatori che in esso interagiscono. Come ovvio, perché ciò sia vero, e per assicurare il rispetto delle regole stesse da parte dei suoi destinatari, è necessario che queste stesse esistano, in primo luogo; e che siano chiare, trasparenti e immediatamente comprensibili, poi. Proseguendo in questa riflessione “a cascata”, la comprensibilità delle norme non solo dipende dalle modalità con cui queste vengono scritte, ma è facilitata dalle modalità con cui queste agiscono in accordo le une con le altre, si miscelano, si cumulano e sovrappongono. Un quadro legislativo e regolamentare ottimale, deve essere in grado di evitare ogni possibile rischio di ridondanza delle disposizioni, delle raccomandazioni, dei principi, delle prassi. Così come deve essere in grado di differenziare fra le varie tipologie di operatori presenti sul mercato, ammettere facilitazioni, essere definito in maniera sufficientemente flessibile da non costringere

interventi, in ambito internazionale, finalizzati al sostegno finanziario delle imprese in crisi. Come si è detto, questi in alcuni casi hanno inciso in maniera importante sull'organizzazione e il governo societario delle imprese coinvolte; da più parti, ci si interroga tuttavia sulla funzionalità delle misure assunte, oltre che sugli elevati costi sociali che da esse sono derivati (sul punto, fra gli altri, GROCER, *Did TARP Work? Really?*, in *The Wall Street Journal*, giugno 2009; HARVEY, *The Financial Crisis of 2008: What Needs to Happen after TARP*, 2008), scaricabile dal sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1274327> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1274327>; WILSON, WU, *Escaping TARP*, 2010, scaricabile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1619689>).

tutti, indistintamente, al rispetto della stessa previsione (quand'anche non strettamente necessaria).

In questo, l'esperienza maturata nel processo di internazionalizzazione delle economie locali e di apertura delle relazioni economico-finanziarie ci insegna l'importanza di regole univoche e valide per tutti. Una problematica di non poco conto, condivisa da chi scrive, è quella segnalata da molti in relazione all'insufficiente solerzia delle norme nel seguire il corso della globalizzazione. Non si assiste ancora ad una massiccia presenza di «istituzioni in grado di governare l'economia a livello planetario», mentre l'attivazione di meccanismi idonei a dare attuazione a regole globali deve informare l'azione della Comunità mondiale «per volgere in positivo le criticità di una mal riuscita integrazione finanziaria» ⁽¹⁸³⁾. Essa deve muoversi in questa direzione, al fine di superare le «costruzioni geo-economiche non sufficientemente sedimentate su comuni fondamenti politico-giuridici e su una consolidata unione culturale» ⁽¹⁸⁴⁾. L'apertura dei mercati «integra le economie ma la politica rimane ancorata alla dimensione nazionale, spesso inadeguata a esercitare un'influenza rilevante sui processi di integrazione» stessi ⁽¹⁸⁵⁾. In altre parole, all'integrazione economica non fa seguito l'integrazione politica. Ed invero, a questo punto si potrebbe essere quasi indotti a pensare che la globalizzazione non sia altro che quanto appena detto: un processo molto più profondo di quello che noi oggi interpretiamo sotto l'egida dell'economia e della finanza. E' un qualcosa che va oltre, che non

⁽¹⁸³⁾ ALPA, *Mercati mondiali...*, op. cit., p. 84.

⁽¹⁸⁴⁾ Così CAPRIGLIONE, *Eurosclerosi...*, cit., p. 11 ss. Le riflessioni condotte dall'autore si concentrano sui limiti intrinseci dell'Unione europea e sulle incapacità manifeste di parlare con un'unica voce (primariamente *politica*), anche di fronte ai recenti e nefasti eventi di crisi.

⁽¹⁸⁵⁾ Così DRAGHI, *Globalizzazione e politiche economiche: lezioni da una crisi*, Torino, 13 aprile 2011, p. 2.

coinvolge soltanto gli stili di vita e non attiene solo alle contaminazioni fra culture e persone ovvero, come nel caso di specie, fra mercati. Dal punto di vista del diritto, la globalizzazione dovrebbe intendersi come la convergenza degli ordinamenti, vale a dire delle radici giuseconomiche di ciascun paese (e non unicamente delle norme che da essi promanano). Nella modernità dei tempi, «il diritto degli Stati si trova (...) nella necessità di *inseguire la dilatazione spaziale degli scambi*» economici, che «rompono il circolo territorio-politica-diritto», poiché «alla vocazione spaziale del moderno capitalismo non si può rispondere con le leggi della ‘sfera’ territoriale» ⁽¹⁸⁶⁾. Il diritto, a fronte della spinta “globalizzatrice” dovrebbe dunque tramutare le proprie forme e divenire espressione di un mondo senza Stati, in forza di uno «Stato universale, (il quale) postulando la fine dei molteplici Stati, abolisce la possibilità della sua propria forma. Senza gli altri Stati non c’è alcuno Stato», infatti, dovendosi ritrovare nella esistenza di altri Stati la vera «essenza dello Stato» stesso ⁽¹⁸⁷⁾.

Parallelamente, l’esperienza maturata dalla crisi degli ultimi anni ci insegna che come è vero che la presenza dello Stato nelle imprese non paga – poiché limita la concorrenza e la competitività dell’intero sistema (si veda l’esperienza italiana del secolo scorso) –, così è vero che il fenomeno della *deregulation* (manifestatosi massicciamente prima che la crisi stessa esplodesse) non può funzionare in vista dell’ordine giuridico del mercato. Come in altre occasioni si è avuto modo di osservare ⁽¹⁸⁸⁾, ci si deve interrogare

⁽¹⁸⁶⁾ IRTI, *Norma e luoghi*, Bari, 2006, p. 9 ss.

⁽¹⁸⁷⁾ Così JUNGER, *Lo Stato mondiale – Organismo e organizzazione*, trad. di A. Iadicco, Parma, 1980, richiamato in questi termini da Irti, cit., p. 63.

⁽¹⁸⁸⁾ VENTURI, *Globalizzazione, interconnessione dei mercati e crisi finanziaria. identificazione di possibili interventi correttivi*, in Banca Borsa Titoli di credito, 2009, n. 1, par. 1.

sulle «colpe» del libero mercato ⁽¹⁸⁹⁾ e ricercare la possibilità di far ricorso ai benefici offerti dalla regolamentazione, segnando per tal via una inversione di tendenza nel corso degli eventi. Il *deficit* di cultura finanziaria, segnalato da parte della dottrina come una delle principali cause della crisi, da solo non basta a spiegare la situazione che ad oggi pervade i mercati finanziari internazionali. A questo devono aggiungersi ulteriori (e ben più *gravi*) circostanze, relative in primo luogo ai comportamenti posti in essere dagli operatori e, secondariamente, alla mancanza di un intervento immediato da parte delle autorità di vigilanza (*in primis* statunitensi) che, negli anni passati, avrebbero dovuto maturare sufficiente consapevolezza circa gli «eccessi» che si stavano creando nel settore del credito immobiliare ⁽¹⁹⁰⁾. Gli organismi di controllo (e, ancor prima – in maniera diversa a seconda dei vertici in carica – le autorità politiche) dei paesi anglosassoni sostengono da sempre un’operatività dei mercati fondata sul principio della deregolamentazione; questo mette oggi in evidenza le proprie criticità che interessano inevitabilmente l’Europa, caratterizzata da una strategia che, per quanto non si collochi all’estremo opposto di quella tipica dei paesi anglosassoni, è sicuramente meno incline (e, per molti anni, fervidamente si è opposta) alle regole del *lassaiz-faire*.

⁽¹⁸⁹⁾ A tal proposito è interessante la lettura di SAMUELSON (*Il lascito avvelenato del capitalismo libertario di Friedman e Hayek*, in *Samuelson: i sette errori dei liberisti senza regole*, Corriere della Sera, 20 ottobre 2008), il quale – in una requisitoria tanto appassionata quanto polemica – ripercorre la storia di quasi un secolo, mettendo in evidenza le implicazioni (non sempre positive) dei legami tra finanza e politica.

⁽¹⁹⁰⁾ Cfr. SHILLER, *Finanza shock*, Milano, 2008; l’autore analizza le determinanti della crisi e propone a soluzione della stessa la ristrutturazione delle fondamenta istituzionali del sistema finanziario, ristrutturazione in grado di ripristinare il clima di fiducia e di creare le condizioni per una maggiore prosperità degli Stati Uniti e di tutti i sistemi economico-finanziari del pianeta, oggi così profondamente interconnessi.

Si è portati a ritenere che, dunque, uno dei limiti intrinseci dei fenomeni sin qui descritti sia quello di lasciare che gli *operatori* di mercato siano “liberi” nella loro azione, senza tuttavia lasciare “libero” il *mercato* di vederli fallire – ove necessario –, senza che ciò si traduca in costi sociali elevatissimi. Così, è ormai chiaro che c’è bisogno di regole in ogni momento della vita dell’impresa, regole che ovviamente (come si diceva all’inizio di questo paragrafo) devono essere adeguatamente equilibrate e *proporzionate*, tali dunque da contemperare l’esistenza di norme valide per tutti e le istanze rivenienti dall’autonomia privata dei singoli; a questo ultimo proposito, l’autonomia – in un contesto internazionale in cui le singole conglomerazioni di Stati si pongono metaforicamente come individui – deve essere intesa, secondo un’accezione più ampia, come l’esigenza per gli Stati stessi di far fronte alle proprie specificità, a tal fine disponendo di un quadro regolamentare sovranazionale *adattabile* ai fattori interni (frutto di un portato storico e culturale che ne rende difficile l’eliminazione, e anche solo il pensiero di essa).

Tra le istituzioni europee si è accresciuta negli ultimi anni la cooperazione sistematica e continua e, con essa, la fiducia politica nel processo di integrazione. L’opera tuttavia non è certamente conclusa. Per questo si rendono necessarie una serie di nuovi interventi, le cui priorità ⁽¹⁹¹⁾ sono rappresentate dalle necessità di:

- ✓ consolidare la legislazione esistente, che negli ultimi anni ha modificato sensibilmente lo scenario politico ed economico europeo e internazionale, con poche nuove iniziative;

⁽¹⁹¹⁾ Le priorità di seguito esposte sono state sancite nel *Libro verde sulla politica monetaria in materia di servizi finanziari (2005-2010)*, COM (2005) 177 def. del 3 maggio 2005 consultabile sul sito dell’Unione europea. In letteratura, GHEZZI, *La «corporate governance» nell’Unione europea: un’indagine della Commissione*, in *Rivista delle società*, n. 6, 2011.

- ✓ assicurare l'effettivo recepimento delle norme europee negli impianti legislativi nazionali, cui consegue una più rigorosa applicazione da parte delle Autorità di vigilanza;
- ✓ garantire una valutazione e un controllo ex-post permanenti e costanti, nell'ambito dei quali la Commissione sarà chiamata a svolgere un ruolo attivo, promuovendo l'applicazione pratica delle norme e seguendo gli impatti sui settori finanziari europei;
- ✓ constatare la partecipazione attiva e il contributo concreto degli Stati membri, delle Autorità di regolamentazione e dei partecipanti al mercato. A tal fine la Commissione precisa che non esiterà ad intervenire per modificare o revocare le misure che non producano gli effetti voluti o non siano oggetto di pedissequa applicazione da parte degli appartenenti all'UE ⁽¹⁹²⁾.

La normativa europea sarà *migliore* nel momento in cui riuscirà a dimostrare “sulla base di prove concrete” i benefici degli atti legislativi e delle disposizioni oggetto di eventuali nuove proposte. Tali benefici potranno essere misurati in termini di contributi positivi che gli atti e le proposte sono in grado di apportare al processo di facilitazione delle operazioni transfrontaliere e di miglioramento della competitività dei mercati finanziari europei, tutelando, al contempo, la stabilità interna.

Con specifico riguardo all'oggetto del presente lavoro, consegue che il ruolo delle norme (speciali e non) è sempre stato, e a maggior ragione lo è ora, quello di «orientare gli appartenenti al

⁽¹⁹²⁾ Una posizione simile è “essenziale per assicurare che il quadro normativo europeo costruito con tanta fatica funzioni in modo ottimale a beneficio dei partecipanti al mercato, di più di 20 milioni di imprese europee, di 450 milioni di cittadini e, quindi, dell'economia europea nel suo insieme.

settore nella scelta del modello di governance ottimale» ⁽¹⁹³⁾; ciò è obiettivo ineludibile per la salvaguardia delle diverse finalità di carattere generale connaturate all'attività imprenditoriale e, in particolar modo, bancaria. A tale ordine logico devono ascriversi tutti gli interventi afferenti la materia dell'organizzazione e del governo societario, volti primariamente ad indirizzare l'operato degli intermediari verso l'efficiente allocazione delle risorse, l'aumento della fiducia nel mercato, la maggiore crescita economica, la stabilità complessiva del sistema, secondo metodologie improntate non ad un «generico scopo» ma aventi carattere sostanziale ⁽¹⁹⁴⁾, riferibile alla quotidiana operatività aziendale. In questa logica, oltre che dalla efficienza delle proprie strutture, la corretta funzionalità degli intermediari e dell'intero sistema bancario dipende dall'esistenza di regole certe e univoche, da quella coerenza che si è già avuto modo di rappresentare e che deve indubbiamente avere una impostazione transnazionale (essendo transnazionale l'operatività degli intermediari stessi).

E' senza dubbio vero che le specificità di ciascun paese all'interno di un mercato globale non possano (e non debbano) essere sconosciute e che la convergenza delle norme e dei principi non possa (e non debba) risolversi nella compressione degli spazi per solito lasciati alla discrezionalità degli individui e dei diversi Stati. Come già detto, in tale ordine di considerazioni appare logico non poter prescindere da quelle ineliminabili, in ragione delle caratteristiche storicamente attribuibili ai paesi di *civil* e *common law* ⁽¹⁹⁵⁾. A ciò deve però aggiungersi una ulteriore riflessione,

⁽¹⁹³⁾ Così CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto...*, op. cit., p. 71.

⁽¹⁹⁴⁾ *Ibidem*.

⁽¹⁹⁵⁾ Nei capitoli che precedono si è ampiamente dibattuto sulle radici e le principali conseguenze, oggi, di modelli regolamentari o di supervisione nati e affermatasi nel passato. Si ritiene pertanto che vi sia un'area di insuperabile diversità nell'attuazione, in una moltitudine di paesi e culture, di principi

direttamente riveniente dall'esperienza dell'Europa e dei suoi popoli; esperienza che insegna come si possano definire regole omogenee per una molteplicità di soggetti, anche se per natura figli di una storia nazionale estremamente diversificata. In questo senso, è quindi facile immaginare (e per il momento solo immaginare) un'unitarietà della disciplina del mercato bancario e dei suoi operatori tale da ricomprendere in sé le diversità discendenti dal passato, ferma restando la necessità di avere sempre presente il contesto storico in cui la disciplina sulla corporate governance delle imprese si è evoluta per ciascun paese, e continua ancora oggi a maturare ⁽¹⁹⁶⁾.

Quanto si intende qui affermare può essere realizzato attraverso i lavori condotti nelle diverse sedi internazionali preordinate a questo precipuo scopo, quali gli organismi dei quali si è parlato in precedenza. Le modalità con cui l'“immaginazione” possono trovare concretezza incontra tuttavia delle indubbie limitazioni. Occorre infatti riflettere su un ulteriore aspetto: se è vero, come è stato già detto, che la crisi ha acceso i riflettori sulle inadeguatezze dei sistemi normativi e di supervisione esistenti e sulle carenze di un sistema di cooperazione e collaborazione internazionale incapace di prevenire (e comunicare al proprio interno) i disastri che si stavano ingenerando nel settore finanziario, è altrettanto vero che quella della cooperazione e della collaborazione appare l'unica strada davvero percorribile. Tuttavia una considerazione doverosa è quella che interessa la non coercibilità delle misure adottate a livello transnazionale, che – sebbene siano in larga maggioranza applicate, grazie al recepimento nelle normative nazionali che consegue all'impegno

definiti a livello internazionale che, per quanto dettagliati, dovranno sempre fermarsi su un piano generale per trovare attuazione (cfr. in particolare Capitolo II).

⁽¹⁹⁶⁾ Cfr. *supra*, Capitolo II.

che ciascun paese assume sedendosi intorno al tavolo del negoziato internazionale per la realizzazione di detti principi ⁽¹⁹⁷⁾ – trovano il loro sostegno più forte nel rischio reputazionale connesso con la mancata adozione. Da qui le considerazioni, espresse da un’insigne dottrina, circa i limiti intrinseci dell’innovativa formula disciplinare rappresentata dall’azione degli organismi internazionali ⁽¹⁹⁸⁾. Le soluzioni da questi adottate, se da un lato consentono «l’incontro e la conciliazione tra le variegate esigenze che convergono verso la necessaria ricomposizione degli interessi in campo», dall’altro «fanno affidamento sulla tecnicità delle misure destinate a superare gli attuali squilibri (...) senza disporre di alcuna forza cogente» ⁽¹⁹⁹⁾. Pur tuttavia, si ritiene che la debolezza potenzialmente connaturata alla «carenza di obbligatorietà» dei predetti interventi disciplinari, sia superata dai benefici da essi derivanti in termini di spinta verso la convergenza delle legislazioni e delle prassi. Questo fatto assume, senza dubbio, primario rilievo per l’Europa, i cui intermediari (e piazze finanziarie) si pongono spesso in una posizione di “svantaggio” competitivo rispetto alle altre. In questo senso è possibile dunque sostenere la teoria della convergenza economica e finanziaria globale, seppur con le doverose precisazioni già in parte sviluppate nel corso del presente lavoro. La prima attiene all’ovvia impossibilità di superare, come già detto, le differenze connaturate alle caratteristiche storiche ed evolutive di ciascun paese; differenze con le quali sembra difficile far coesistere un sistema unico e unitario a livello planetario. La seconda impone di distinguere fra economie avanzate e paesi in via di sviluppo, che si muovono rapidamente verso una convergenza economica, ma non ancora giuridica.

⁽¹⁹⁷⁾ Sul punto si veda CAPRIGLIONE, *Eurosclerosi e...*, op. cit., *passim*.

⁽¹⁹⁸⁾ CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto...*, op. cit., p. 104.

⁽¹⁹⁹⁾ *Ibidem*.

In conclusione, si vuole qui notare come la convergenza, cui si è fatto riferimento in precedenza, da ricercare anche in maniera trasversale a livello di sistema economico-finanziario globale (e, dunque, a livello internazionale), sia certamente possibile; essa tuttavia non deve intendersi come la prevalenza di un insieme di previsioni (normative o di principio) rispetto ad altre. Non deve risolversi, come spesso è stato nel passato, in un'analisi delle esperienze maturate in altri sistemi (dalle quali sono state desunte le cd. *best practices*) e nell'adozione delle stesse come criteri guida per il miglioramento (o presunto tale) del quadro regolamentare esistente. Si ritiene piuttosto che essa vada interpretata come la *ricerca comune* di una *disciplina comune*, indirizzata a tal fine verso l'individuazione delle regole migliori *per tutti*.

BIBLIOGRAFIA

AA.VV., *Corporate governance regimes. Convergence and diversity*, a cura di McCahery, Moerland, Raaijmakers, Renneboog, Oxford, 2002

ABI, *La riforma del diritto societario e le banche*, Roma, 2004

ALPA, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, scaricabile dal sito www.rtde.luiss.it, 2009, p. 84

ALVAREZ, *Incentive Compensation. Before the House Committee on Financial Services*, Washington, D.C., 24 settembre 2010, reperibile sul sito www.federalreserve.gov

AOKI, *Corporations in Evolving Diversity: Cognition, Governance, and Institutions*, Oxford, 2010

APREDA, *The semantics of corporate governance (the common thread running through corporate and public governance)*, scaricabile dal sito SSRN, <http://ssrn.com/abstract=665703>

ACHARYA e RICHARDSON, *Restoring financial stability*, Chichester, 2009

ACHARYA, COOLEY, RICHARDSON e WALTER, *Regulating Wall Street*, New York, 2010

ARMOUR, HANSMANN e KRAAKMAN, *Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement*, 2009

ARPING e SAUTNER, *Did the Sarbanes-Oxley Act of 2002 Make Firms Less Opaque? Evidence from Analyst Earnings Forecasts*, 2010

ARMOUR, HANSMANN E KRAAKMAN, *Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement*, Oxford Legal Studies Research Paper No. 21/2009, 2009; Yale Law, Economics & Public Policy Research Paper No. 388; Harvard Law and Economics Research Paper Series No. 644; ECGI - Law Working Paper No. 135/2009. Scaricabile dal sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1436555>

ARNÒ e CANCARINI, *La società europea*, Milano, 2007

ATRIGNA, *Compliance. Ruolo e responsabilità*, Torino, 2009

BARTH, CAPRIO, LEVINE, *Bank regulation and supervision: what works best?*, Univ. of Minnesota, Carlson School of Management; World Bank Policy Research Working Paper No. 2725, scaricabile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=269488>

BAINBRIDGE, *Shareholder activism in the Obama Era*, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 09-14, 2009, scaricabile dal sito www.ssrn.com

BERLE, MEANS, *The modern corporation and private property*, New York, 1932

BEBCHUK e ROE, *A theory of path dependence in corporate ownership and governance*, in Stanford Law Review, Vol. 52, pp. 127-170, 1999, e in Columbia Law School, Center for Studies in Law & Economics Paper No. 131, s.a.; disponibile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=202748> e da ultimo rivisto nel 2009

BECHT, BOLTON, RÖELL, *Corporate Governance and Control*, ECGI, Finance Working Paper No. 02/2002, ottobre 2002. Scaricabile dal sito web SSRN: <http://ssrn.com/abstract=343461>

BECK, *Che cos'è la globalizzazione? Rischi e prospettive della società planetaria*, Roma, 1999

BERGER, DE YOUNG, GENAY e UDELL, *Globalization of Financial Institutions: Evidence from Cross-Border Banking Performance*, FRB Chicago Working Paper, n. 1999-25, 2001. Reperibile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=203509>

BIANCHI, BIANCO, GIACOMELLI, PACCES, TRENTO, *Proprietà e controllo delle imprese in Italia*, Bologna, 2005

BOCCUZZI, *La funzione di compliance: il presidio dei rischi aziendali e l'evoluzione della normativa Basilea2 e MiFID*, in *Bancaria*, n. 2

BOGAARD, SVEJNAR, *Incentive pay and performance: insider econometrics in a multi-unit bank*, marzo 2010, disponibile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2017146>

- BOSETTI, *Corporate governance e mercati globali*, Milano, 2011
- BRANSON, *The very uncertain prospect of “global” convergence in corporate governance*, Cornell International Law Journal, Vol. 34, p. 321, 2001. Scaricabile dal sito web SSRN: <http://ssrn.com/abstract=244742>
- BRESCIANI, *La corporate governance nel sistema impresa: prospettive di analisi e relazionali*, Torino, 2003
- BROGI, *Corporate governance e sistema dualistico per banche e assicurazioni*, Roma, 2008
- CAPRIGLIONE *Misure anticrisi tra regole di mercato e sviluppo sostenibile*, Torino, 2010
- CAPRIGLIONE, *Crisi a confronto (1929 e 2009). Il caso italiano*, Padova, 2009
- CAPRIGLIONE (a cura di), *La nuova disciplina della società europea*, Padova, 2008
- CAPRIGLIONE, *Etica della finanza mercato globalizzazione*, Bari, 2004
- CAPRIGLIONE (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, Padova, 2005
- CARIELLO, *Il sistema dualistico*, Milano, 2009
- CERA, *Capogruppo bancaria e nuovo diritto societario. Prime valutazioni*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, Vol. 18, n. 2, pt. I, 2004
- CHADBOURNE, PARK LLP, *Dodd-Frank Act: executive compensation and corporate governance provisions*, 12 agosto 2010
- CHEFFINS, *Putting Britain on the Roe Map: The Emergence of the Berle-Means Corporation in the United Kingdom*, in *Corporate governance regimes. Convergence and diversity*, a cura di McCahery, Moerland, Raaijmakers, Renneboog, Oxford, 2002
- CLARK, WÓJCIK, *The Geography of Finance*, Oxford, 2007

COFFEE, *Convergence and its critics: what are the preconditions to the separation of ownership and control?*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 179, 2000. Scaricabile dal sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=241782>

COFFEE, *Do Norms Matter?: A Cross-Country Examination of the Private Benefits of Control*, ERSC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 172, scaricabile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=245560>

COLLI, *Corporate governance e assetti proprietari. Genesi, dinamiche e comparazioni internazionali*, Venezia, 2006

COUNCIL OF INSTITUTIONAL INVESTORS, *Wall Street Pay. Size, Structure and Significance for Shareowners*, novembre 2010

DANIELE, *Diritto dell'Unione Europea. Sistema istituzionale, ordinamento, tutela giurisdizionale, competenze*, Quarta edizione, Milano, 2010

DECASTRI, *Governance e organizzazione*, in *Corporate governance: governo, controllo e struttura finanziaria*, a cura di Maggioni, Potito e Viganò, Bologna, 2002

DE PRA, *Le obbligazioni degli esponenti bancari*, in *Giurisprudenza commerciale*, n. 6, 2008

DELL'ATTI, *Le implicazioni della riforma del diritto societario nelle banche*, Foggia, 2006

DI TORO, *Corporate governance. Principi di comportamento per le società di capitali*, Milano, 2010

DRAGHI, Intervento a margine del 15° Convegno AIAF - ASSIOM - ATIC FOREX, Milano, 21 febbraio 2009

DRAGHI, Intervento del Governatore della Banca d'Italia presso l'ABI, Associazione Bancaria Italiana, Assemblea Ordinaria, Roma, 8 luglio 2009

DRAGHI, Non c'è vero sviluppo senza etica, L'Osservatore Romano, n. 155, 9 luglio 2009

EASTERBROOK, FISCHER, *L'economia delle società per azioni*, Milano, 1996

EHRHARDT e NOWAK, *Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation (or What Exactly are Private Benefits of Control?)*, EFA 2003 Annual Conference Paper No. 809, 2003, passim

ENRIQUES, *Modernizing corporate governance institutions: mission accomplished?*, ECGI, Law Working Paper no. 123/2009, maggio 2009

ENRIQUES, *Company Law Harmonization Reconsidered: what role for the EC?*, ECGI, Law Working Paper no. 53/2005, novembre 2005

ENRIQUES, VOLPIN, *Corporate governance reform in Continental Europe*, in *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21, No. 1, pp. 117-140, 2007. Scaricabile sul sito www.ssrn.com

FERRARINI, *Corporate governance changes in the 20th Century: a view from Italy*, Law Working Paper no. 29, 2005

FORESTIERI, MOTTURA, *Il sistema finanziario*, Milano, 2007

GALIMBERTI, *Economia e pazzia. Crisi finanziarie di ieri e di oggi*, Bari, 2003

GHEZZI, *La «corporate governance» nell'Unione europea: un'indagine della Commissione*, in *Rivista delle società*, n. 6, 2011

GILLIAN e STARKS, *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, 2007. Scaricabile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=959670> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.959670>

GOGLIO e GOLDSTEIN, *Corporate governance. Un cardine della crescita economica*, Bologna, 2010

GOLDSTEIN, *Privatization in Italy 1993-2002: goals, institutions, outcomes and outstanding issues*, intervento a margine del convegno *Privatization experiences in the EU*, CESifo Working Paper no. 912, 2003

GROER, *Did TARP Work? Really?*, in *The Wall Street Journal*, giugno 2009

GUARINO, *Diritto ed economia. L'Italia, l'Europa, il mondo*, non pubblicato, 2012

HARVEY, *The Financial Crisis of 2008: What Needs to Happen after TARP*, 2008), scaricabile dal sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1274327>

IRTI, *Norma e luoghi. Problemi di geo-diritto*, Roma, 2006

LEVINE, *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda*, World Bank Policy Research Working Paper No. 1678

LUCCHETTI e SCAEFER MUNOZ, *U.S. considers new push on bank pay. Deferred executive compensation seen as a way to limit risk-taking; trying to align incentives*, The Wall Street Journal, 21 dicembre 2010

KIRCHMAIER, GRANT e KIRSCHNER, *Financial Tunnelling and the Mandatory Bid Rule*, FMG Discussion Paper No. 536, 2009

KRAAKMAN, DAVIES, HANSMANN, HERTIG, HOPT, KANDA, ROCK, *Diritto societario comparato. Un approccio funzionale*, a cura di Luca Enriques, Bologna, 2006

MACCARONE, *Riforma delle società e banche*, in *La riforma del diritto societario e le banche. Nuovi modelli, nuovi strumenti: opportunità e criticità*, relazione a margine del Convegno organizzato dall'ABI, Associazione bancaria italiana, Roma, 4 giugno 2003

MACEY, *Corporate governance. Promises kept, promises broken*, Princeton, 2008

MALLIN, *Corporate governance*, Oxford, III edition, 2010

MASERA, *La corporate governance nelle banche*, Bologna, 2006

MOSCO, *Riforma societaria, organizzazione interna delle società per azioni "chiuse" e piccolo e medie imprese*, in *Giurisprudenza Commerciale*, n. 5, 2004

MÖSLEIN, *Contract governance within corporate governance. A lesson from the financial crisis*, disponibile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1499610>

PECORA, *La libertà dei moderni*, Napoli, 2011

PETTET, *Company Law*, Seconda edizione, Harlow, 2005

PISANI MASSAMORMILE, *Commento sub art. 136*, in *Commentario al Testo unico delle disposizioni in materia bancaria e creditizia*, a cura di Francesco Capriglione, Tomo II, Padova, 2011

RAJAN e WULF, *Are perks purely managerial excess?*, in *Journal of Financial Economics*, vol.79, 2006

REBOA, *Proprietà e controllo di impresa. Aspetti di Corporate Governance*, Milano, 2002

ROSS, *The economic theory of agency: the principal's problem*, in *American Economic Review*, n° 63, 1973

RIVA, *Una cupola in banca*, editoriale de L'Espresso, 17 giugno 2011

RUOZI, *Economia e gestione delle banche*, Milano, 2007

SAMUELSON, *Il lascito avvelenato del capitalismo libertario di Friedman e Hayek*, in *Samuelson: i sette errori dei liberisti senza regole*, Corriere della Sera, 20 ottobre 2008

SEPE, *La costituzione della società europea nel riferimento alle unità economico-giuridiche nazionali*, in *La nuova disciplina della società europea*, a cura di Francesco Capriglione, Padova, 2008

SEVERINO, *Il destino della tecnica*, Milano, 2009

STUCCHI, *Il sistema bancario, uno specchio del sistema paese*, reperibile sul sito web www.fbritaly.it, novembre 2011

SZEGO B., *La definizione di attività bancaria e finanziaria tra legge e innovazione, nell'ambito del lavoro Verso un sistema finanziario europeo?*, 2003, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi

TARANTOLA, *La funzione di compliance nei sistemi di governo e controllo delle imprese bancarie e finanziarie, intervento a margine del convegno "Il ruolo del sistema dei controlli nella gestione del rischio di conformità negli istituti finanziari"*, Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano, 4 ottobre 2007

TRICKERS, *Corporate governance. Principles, policies and practices*, Oxford, 2009

TROISI, *Le operazioni con parti correlate in ambito bancario e finanziario*, in Banca Borsa Titoli di credito, n. 5, 2011

VISENTINI, *La competitività del mercato finanziario italiano: gli obiettivi e le riforme*, Relazione al Convegno Competitività dei mercati finanziari e interessi protetti, Università degli studi di Napoli, 18 maggio 2007, in Giurisprudenza Commerciale, 2007, n. 6

WILSON, WU, *Escaping TARP*, 2010, scaricabile sul sito SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1619689>

ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance delle società per azioni*, Milano, 2005

ZATTONI, *Assetti proprietari e corporate governance*, Milano, 2007

ZATTONI, *L'assetto istituzionale delle imprese*, Milano, 2005